

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

L'Article 8 § A de la Loi L X M B, du 19 Mars 1910

TOME DEUXIÈME

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Samedi 19 Juin 1920, à 2 heures

PAR

C -J. DAMIRIS

Président : M. RIST, professeur

Suffragants : { MM. FERNAND FAURE, professeur
HITIER, professeur

PARIS

M. GIARD & É. BRIÈRE

LIBRAIRES-ÉDITEURS

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULMER

1920

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

**La Faculté n'entend donner aucune approbation ni
improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.**

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE SYSTÈME
DE
CIRCULATION FIDUCIAIRE
ET DE
RÉGLEMENTATION DU CHANGE
DE LA GRÈCE

L'Article 8 § A de la Loi Γ X M B, du 19 Mars 1910

TOME DEUXIÈME

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Samedi 19 Juin 1920, à 2 heures



PAR

C -J. DAMIRIS

Président : M. RIST, *professeur*

Suffragants : { MM. FERNAND FAURE, *professeur*
HITIER, *professeur*

PARIS

M. GIARD & É. BRIÈRE

LIBRAIRES-ÉDITEURS

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER

1920

TROISIÈME PARTIE

LA SITUATION ACTUELLE. L'INFLATION MONÉTAIRE ET LA BAISSÉ DE LA DRACHME. CONSIDÉRATIONS SUR LES CAUSES ET LES EFFETS DE CES PHÉNOMÈNES ET SUR LA POLITIQUE A SUIVRE A LEUR SUJET

CHAPITRE PREMIER

LA SITUATION ACTUELLE AU POINT DE VUE DE LA CIRCULATION FIDUCIAIRE

SECTION I

Les raisons qui ont provoqué l'excès de la circulation.

§ 1. -- *Considérations préliminaires.*

On a pu constater dans le courant des chapitres précédents, une déviation sensible du système introduit par la loi F X M B, provoquée d'abord par le bouleversement du marché monétaire mondial amené par la guerre, et surtout, plus tard, par suite du mécanisme adopté pour couvrir provisoirement les dépenses de guerre de la Grèce ainsi que, pour une partie minime, celles des

Alliés. Cette déviation ne pouvait manquer de poser de nouveaux problèmes concernant la réglementation de la circulation fiduciaire et du change de la Grèce. Le danger d'une inflation monétaire qui se dégage des explications qui précèdent, les nouveaux éléments qui se sont introduits à l'actif de la loi de 1910, enfin les entraves dans lesquelles la liberté des transactions internationales continuait à être enfermée, constituaient autant de facteurs capables de ne plus permettre au jeu automatique de cette loi de régler à lui seul la balance des comptes, si gravement troublée pendant ces derniers temps et, par conséquent, d'assurer au pays avec la même facilité qu'auparavant, la fixité de son change et l'élasticité de sa circulation.

L'année 1919, en dépit de la conclusion de l'armistice et contrairement aux espoirs d'une amélioration progressive des conditions économiques et monétaires que cet événement a pu faire naître un peu partout, n'a vu que s'empirer la situation. Les lenteurs apportées au rétablissement de la paix universelle, le maintien et parfois l'aggravation des conditions monétaires et de change du marché mondial et, par là, la persistance des mesures de réglementation des échanges internationaux ainsi que celle des complications relatives aux moyens de leur règlement, enfin les difficultés financières de la Grèce mobilisée et les procédés qu'elle a dû employer pour y faire face, ainsi que plusieurs autres circonstances particulières à son marché et à la nature de ses réserves de change à l'étranger, tout cela a eu comme résultat, non seulement de maintenir et même d'aggraver le développement excessif, déjà constaté, de la circulation, mais aussi de faire naître un mal dont la Grèce

avait pu être épargnée jusqu'ici, à savoir de compromettre la stabilité de la drachme.

Dans le troisième chapitre de la première partie, dans lequel nous avons entrepris l'analyse du système introduit par la loi Γ X M B, nous avons cependant affirmé qu'avec un pareil système et parmi les autres avantages qu'il pouvait présenter, l'élasticité de la circulation fiduciaire était assurée et tout écart dans les cours du change absolument impossible. Il importe donc d'expliquer quelles sont les circonstances inattendues et anormales qui ont pu causer les deux phénomènes que nous venons de signaler et de rechercher si les effets de ces circonstances sur la circulation et le change, étaient vraiment d'une importance telle, qu'ils justifient l'extension de la première et la hausse de ce dernier. Cette étude nous permettra en même temps, d'indiquer les différents faits nouveaux relatifs aux questions qui nous intéressent, qui ont pu se produire dans le courant de l'année 1919 et au fur et à mesure que nous poursuivions la rédaction de cet ouvrage.

Nous commencerons par examiner l'état de la circulation fiduciaire, pour passer ensuite à celui du change.

§ 2. — *Les facteurs qui sont à la base
du développement de la circulation.*

Comme nous avons pu déjà le constater, l'exubérance actuelle de la circulation fiduciaire est due uniquement à l'extension de plus en plus rapide des émissions pour le compte de la loi Γ X M B, extension qui ne peut être normalement, à son tour, que le reflet d'un excédent de la balance des comptes, conformément au mécanisme

du système de la loi ci-dessus. Et c'est d'ailleurs le cas, en principe, dans la situation actuelle, puisque la totalité de la circulation l' X M B continue à être couverte par des réserves de change à l'étranger, que le pays s'est procuré d'une façon ou d'une autre dans le courant de la guerre (1). Or, c'est précisément la nature des raisons et des circonstances qui ont amené cet accroissement des disponibilités à l'étranger qu'il faut examiner, pour arriver à trouver si le développement de la circulation fiduciaire qui en a été la conséquence, peut présenter les dangers d'une inflation.

Il ressort facilement des explications antérieures : d'une part, que ces circonstances sont toutes inhérentes à l'état de guerre des autres puissances d'abord, de la Grèce ensuite ; d'autre part, que ces raisons peuvent être classées en trois catégories : a) un accroissement sensible des profits réalisés par les Grecs à l'étranger et de l'argent dépensé par les étrangers en Grèce (2), b) une forte transformation en disponibilités à l'étranger des biens consommables et des moyens de production du pays (3), c) enfin et principalement, les avances alliées ou autres fournies à l'Etat ou les crédits ouverts à la Banque Nationale à l'étranger (4).

Sans les circonstances exceptionnelles dans lesquelles cette multiplication des disponibilités nationales à l'étranger s'est effectuée, aurait-elle jamais pu avoir la

(1) Voir t. I, pages 320 et suivantes.

(2) Voir t. I, pages 277 et suiv.

(3) Voir t. I, pages 353 et suiv.

(4) Voir t. I, pages 324 et suiv.

même importance, aurait-elle pu provoquer un accroissement correspondant permanent de la circulation fiduciaire, et même dans ce dernier cas, aurait-elle pu laisser se manifester les indices d'une inflation ? — Pas du tout. Ainsi que nous avons essayé de le prouver en étudiant les avantages du système $\Gamma X M B_{\frac{1}{2}}^{(1)}$, toute extension dans la circulation pour le compte de la loi de 1910, quelle que soit la nature du change acheté qui soit à son origine, a généralement, sinon comme cause, du moins comme conséquence, une augmentation des besoins des échanges, ce qui ne pouvait qu'assurer à la circulation une souplesse parfaite. Nous avons même ajouté que si les indices d'une inflation venaient quand même à se manifester, la moindre hausse des prix à l'intérieur ou la baisse du taux de l'intérêt et de l'escompte, qui en résulteraient, suffiraient à faire promptement rentrer la circulation dans les limites fixées par les besoins du commerce.

Dans ces conditions, on peut se demander comment, malgré le maintien en application du système $\Gamma X M B$, les phénomènes d'une inflation ont pu se produire d'une façon persistante et comment le mécanisme de ce système n'a pu jouer dans la circonstance pour apporter le resserrement nécessaire à la circulation. L'explication réside uniquement dans le bouleversement radical de la situation économique et monétaire mondiale et dans l'arrêt du libre jeu des lois économiques qui régissent habituellement les transactions internationales qui en résulta. Or, c'est sur le libre fonctionnement de

(1) Voir t. I, pages 122-127.

ces lois, dans un milieu économique normal, que le mécanisme régulateur de la loi de 1910 est basé.

Pour justifier cette affirmation il faut reprendre les trois facteurs qui sont à la base de l'extension de la circulation fiduciaire constatée actuellement et expliquer les raisons pour lesquelles cette circulation n'a pu être restreinte par l'intervention du mécanisme de la loi F X M B (1) :

Pour le développement de la circulation dû à la réalisation des disponibilités provenant des profits des Grecs à l'étranger (2) et des remises des Etats et des particuliers étrangers (3), il est évident que ces disponibilités, bien qu'elles aient leur origine dans l'état de guerre, n'en constituent pas moins un accroissement de la richesse nationale et ne correspondent pas moins à une augmentation de la population flottante du pays. Dans ces conditions, l'extension des émissions de billets de banque, qui en été la conséquence, ne faisait, en principe, que combler le besoin de moyens de paiements nouveaux rendus nécessaires pour la circulation de cette richesse nouvelle et pour les échanges de cette population supplémentaire (4). Aussi, même si les conséquences de

(1) Cette étude est d'autant plus intéressante qu'elle fera ressortir un des côtés les plus caractéristiques du système de la loi de 1910.

(2) Y compris, naturellement, la valeur des produits du pays exportés. C'est ainsi qu'on estime que la vente des tabacs a produit, pendant la guerre, du change pour 800.000.000 de francs.

(3) Nous avons surtout en vue les dépenses de l'armée d'Orient.

(4) D'autant plus que les émissions de ces nouveaux billets de banque étaient loin de représenter la totalité des disponibilités à l'étranger, dont l'Economie Nationale s'est enrichie et constituant

l'état de guerre n'empêchaient pas l'action régulatrice de la loi de 1910 sur la circulation, il y a lieu de penser que cette dernière n'aurait subi le moindre rétrécissement. La preuve en est que jusqu'à 1916, c'est-à-dire tant que les facteurs des émissions supplémentaires étaient, en général, ceux de la catégorie dont on parle, ces émissions quoique considérables, loin de provoquer une inflation, suffisaient à peine à satisfaire les besoins des échanges (1).

Si on passe à l'extension de la circulation due à une simple transformation des biens consommables et des moyens de production du pays en disponibilités à l'étranger, représentées en grande partie (2) par des billets de banque à l'intérieur, la situation est toute différente (3). Car tandis que la nouvelle élévation de ce chef, du montant de la circulation fiduciaire, ne correspondait qu'à une diminution de l'offre des marchandises ou du mouvement des affaires sur le marché, elle ne pouvait que contribuer, non pas à l'augmentation de la production et de l'activité économique en général, mais plutôt à celle de la demande de marchandises,

les profits des nationaux à l'étranger ou l'argent remis par les étrangers pour être dépensé en Grèce. Elles étaient également loin de représenter tous les revenus des nouvelles richesses acquises et restées à l'étranger. Puisque, comme nous l'avons déjà constaté, le transfert d'une grande partie de ces sommes s'est effectué depuis la guerre, sans la moindre intervention du système F X M B, par l'achat des devises sur l'étranger par les différentes banques grecques, au moyen de leurs propres disponibilités en billets. Voir t. I, pages 281-283.

(1) Voir t. I, page 279, notes 2 et 3.

(2) Remarque analogue à celle faite page 6, note 4.

(3) Voir t. I, pages 355-356.

sans que cette demande et la hausse des prix correspondante, puissent être satisfaites et arrêtées, par une offre plus abondante de denrées et articles de consommation. C'est ici qu'apparaît l'influence des entraves que la guerre a apportées à la production et surtout aux relations économiques mondiales, par conséquent, au fonctionnement du mécanisme d'élasticité de la circulation introduit par la loi de 1910.

Cette influence pourra être encore mieux expliquée à propos du troisième et principal facteur d'accroissement de la circulation, celui résultant de la réalisation des avances alliées, sur lequel il nous faut insister plus particulièrement.

§ 3. — *La nécessité pour la Grèce de recourir à des emprunts extérieurs pour faire face à ses dépenses de guerre.*

Parlons maintenant de l'influence qu'ont pu avoir les différentes avances consenties à l'Etat grec et la façon dont elles ont été réalisées, sur l'accroissement disproportionné de la circulation et l'inflation que celui-ci a pu entraîner (1).

Pour cela, il est nécessaire de s'arrêter sur les conditions dans lesquelles se trouvaient les finances publiques de la Grèce. Dans l'exposé qui précède, concernant l'état

(1) Nous ne parlons pas pour le moment des crédits ouverts par les Alliés au nom de la Banque Nationale et des émissions correspondantes pour les besoins des armées d'Orient, puisque, en somme, l'accroissement de la circulation qui en est résulté, ne devait pas être considéré comme un élément d'inflation, étant largement compensé par le besoin de nouveaux instruments de paiement que l'augmentation de la population mobile de la Macédoine a nécessité.

monétaire et de change de ce pays pendant ces dernières années, nous avons, en effet, un peu trop négligé de parler (1) de la situation financière de la Grèce et de l'extrême besoin d'argent que les dépenses extraordinaires de la guerre ont entraîné et entraînent encore pour l'Etat. Cependant, c'est précisément ce besoin de ressources extraordinaires qui a amené la Grèce à l'état de circulation fiduciaire que nous venons d'exposer, état qui s'est d'ailleurs aggravé, toujours pour la même raison, dans le courant de l'année 1919 (2).

Au seuil d'une guerre (3) dont elle ne pouvait pas prévoir la durée, mais dont elle prévoyait les dépenses énormes (4), quelle pouvait être la politique financière de la Grèce (5) ?

Augmenter, tout d'abord, le produit des impôts, soit en établissant de nouvelles contributions, soit en

(1) Pour ne pas nuire à la clarté de notre exposé.

(2) Et c'est sans doute encore ce besoin qui empêchera le retour prochain de cette circulation à son état normal.

(3) C'est à ce moment-là qu'il faut se placer, car en somme, les deux catégories d'avances consenties avant l'intervention de la Grèce dans le conflit, n'étaient pas d'une importance telle qu'elles pussent provoquer, par leur réalisation en billets de banque, une inflation, surtout dans les conditions d'accroissement de la richesse nationale que nous venons de constater, et de hausse des prix due à la raréfaction des produits.

(4) Vu les nécessités multiples et les complications de la guerre moderne, ainsi que la hausse générale des prix.

(5) Les dépenses de guerre de la Grèce, d'après *M. Lécatsas* (Conférence sur les « Finances de guerre de la Grèce », Athènes, 1919), se sont élevées, depuis le 17 octobre 1916 jusqu'au 31 décembre 1918, à un total de 767.307.091,35 de drachmes, dont 556.159.318,34 de dépenses militaires proprement dites, 71.939.616,26 de dépenses navales, et enfin 137.208.156,75 de

réorganisant les impôts déjà existants, de façon à accroître leur rendement. Le Gouvernement Vénisélos n'a pas manqué de le faire. Malgré les circonstances difficiles dans lesquelles il se trouvait (1), il parvint, par une série de mesures heureuses, à remanier profondément le système fiscal de la Grèce (2), et à demander au pays tout ce que sa force contributive lui permettait de donner (3).

dépenses d'assistance publique. Ces chiffres ne comprennent pas la valeur du matériel fourni par les Alliés (voir t. I, pages 307-308). De janvier 1914 à la fin d'octobre 1916, les dépenses militaires se chiffraient déjà à 570 millions de drachmes.

(1) Le pays ressentait encore les conséquences du blocus et de sa séparation en deux partis (hausse des prix, stagnation des affaires, etc...), et était privé d'une grande partie de sa main-d'œuvre, par suite de la mobilisation générale.

(2) Il a d'abord réparti beaucoup plus équitablement la charge des impôts déjà existants, qu'il a en même temps réorganisés de façon à permettre un meilleur rendement. Il a aboli certaines contributions, lesquelles, quoique d'un rendement insignifiant, étaient vexatoires pour le contribuable. Enfin et surtout, il a créé une série de nouveaux impôts directs (ordinaires et extraordinaires) frappant surtout les classes riches et assurant à l'Etat une participation importante aux bénéfices énormes que l'état de guerre a permis à certaines branches de l'activité nationale. Ces nouvelles contributions sont : l'impôt extraordinaire sur les bénéfices de guerre, l'impôt sur le revenu, l'impôt sur la plus-value de la valeur des immeubles, enfin l'impôt sur les successions, donations, etc... Tout en tenant compte des suppressions et des réductions réalisées sur les anciens impôts, le Gouvernement attend, rien que de sa réforme des contributions directes, ordinaires et extraordinaires, une augmentation nette de rendement de 114 millions de drachmes.

(3) Il ne faut d'ailleurs pas oublier que ces sacrifices pécuniaires étaient demandés au pays, juste au moment où il donnait à la Patrie le meilleur de son sang.

Mais ces mesures fiscales, qui semblent avoir atteint un niveau impossible à dépasser dans les circonstances actuelles (1), ne pouvaient naturellement pas produire immédiatement leur effet et, en tout cas, ne devaient augmenter les ressources budgétaires ordinaires que dans une proportion assez restreinte par rapport aux nécessités du moment. Il fallait donc que le Gouvernement cherchât ailleurs les grosses sommes d'argent dont il avait un besoin immédiat. Il se tourna, par conséquent, vers les ressources extraordinaires (2). Quelle pouvait être la politique du Gouvernement une fois entré dans cette voie ?

Demander des avances en billets de banque à la Banque Nationale et augmenter ainsi la circulation de papier-monnaie à cours forcé pour le compte de l'Etat (3) ? —

(1) Il nous semble cependant que plus tard, une fois la paix complètement rétablie, quand l'Etat aura à s'occuper de mettre de l'ordre dans ses finances et d'équilibrer par tous les moyens son budget, qui sera nécessairement grevé des arrérages d'une lourde dette de guerre, il devra se retourner de nouveau vers les impôts directs et frapper d'une façon encore plus dure et essentiellement progressive, toutes les sources de revenus des particuliers et spécialement celles acquises depuis la guerre. Indépendamment des difficultés financières inévitables sur lesquelles nous n'avons pas à insister ici, mais qui obligeront sans aucun doute le Gouvernement à recourir à l'impôt, une pareille politique ne manquera pas d'avoir aussi un autre avantage, par son effet sur la cherté de la vie, effet sur lequel nous reviendrons plus loin, vu sa relation étroite avec le sujet qui nous intéresse dans cette étude.

(2) Comme d'ailleurs tous les Etats, y compris les Etats-Unis, qui ont eu à subir le fléau de la guerre.

(3) C'était le procédé dont l'Etat grec, ainsi que tous les Etats à finances déprimées, s'empressait de se servir dans des circonstances analogues, vers le milieu du siècle dernier. Voir t. I, pages 22-25.

Indépendamment des conséquences fâcheuses d'un pareil procédé (1), il était formellement interdit à la Grèce, comme on le sait (2), par la loi sur le Contrôle International (3).

Recourir à des emprunts intérieurs, soit sous forme de rente perpétuelle, soit sous forme d'obligations amortissables, soit encore sous forme de Bons du Trésor (4) ? — Ce n'était pas facile. Le public n'avait pas, jusqu'ici, l'habitude de prêter son argent à l'Etat (5). Et, malgré les grandes disponibilités que le pays avait accumulées par suite de la guerre, il ne semblait pas prudent de lui demander, au moment de l'imposition d'un effort fiscal considérable, d'autres sacrifices pécuniaires. Pourtant, le Gouvernement n'a pas hésité. Il a créé, dans les conditions que nous avons exposées plus haut (6), les Bons de la Défense Nationale, dont la circulation augmente de jour en jour, et il a déjà émis deux emprunts intérieurs (7) qui ont remporté un plein succès (8). Il est naturel que ce succès autorise le Gouvernement à

(1) Quoiqu'il dispense l'Etat de l'obligation de verser des intérêts.

(2) Voir t. I, page 297.

(3) Voir t. I, pages 26-27.

(4) Quoique ce dernier procédé ne fasse qu'ajourner la question au lieu de la résoudre.

(5) Ce qu'il faut attribuer beaucoup plus à la pauvreté du pays, qui ne parvenait même pas à exploiter par ses propres moyens ses richesses naturelles, qu'à la faiblesse du crédit public.

(6) Voir t. I, pages 331 et suivantes.

(7) Il est caractéristique que le Gouvernement n'a pas fixé de délais pour la souscription au premier de ces deux emprunts.

(8) Voir t. I, page 333, note 1.

compter, jusqu'à un certain point, sur l'émission dans l'avenir de nouveaux emprunts nationaux (1) pour couvrir une partie de ses dépenses de guerre et trouver les moyens indispensables pour les travaux nécessaires à la réorganisation économique de la nouvelle Grèce (2). Mais ceci concerne l'avenir. Par contre, au moment de l'entrée en guerre de la Grèce, les besoins pécuniaires du Gouvernement étaient trop urgents et trop considérables pour qu'il puisse compter que seule l'épargne nationale serait capable de lui procurer cet argent.

Il ne restait donc à la Grèce que la ressource de recourir aux emprunts extérieurs en s'adressant à ses puissants alliés et en leur demandant leur concours financier afin de lui permettre d'atteindre le noble but que les Alliés poursuivaient dans leur lutte en commun. C'est ce que le Gouvernement grec a fait en s'assurant les avances alliées dans les conditions que nous avons déjà exposées.

Cependant le résultat de cette politique, fut un accroissement formidable de la circulation fiduciaire, susceptible d'entraîner des conséquences extrêmement fâcheuses et un sérieux danger pour l'avenir.

(1) Quoiqu'on ne doive pas perdre de vue que le succès des deux emprunts de guerre doit être attribué, pour beaucoup, à l'interdiction de sortie des capitaux, et qu'une fois cette interdiction levée, les disponibilités du pays vont sensiblement diminuer pour les raisons que nous exposerons dans la suite, et, en tout cas, préféreront peut-être, s'employer en titres des emprunts helléniques en or. Voir t. I, page 95, note 3.

(2) Au moment où nous écrivons, le Gouvernement est déjà entré dans cette voie en émettant un troisième grand emprunt intérieur dont nous indiquerons plus loin les modalités.

§ 4. — *Comment les avances alliées ont pu provoquer un accroissement démesuré de la circulation.*

Deux questions se posent naturellement ici, qu'il est utile d'examiner attentivement, car c'est en y répondant qu'il nous sera permis d'établir la mesure dans laquelle le mode de réalisation des avances à l'Etat a pu contribuer à amener l'inflation monétaire actuelle :

I. — La première de ces questions est la suivante :

S'il est hors de doute, que l'Etat ne pouvait faire autrement que de recourir à des emprunts extérieurs, pour être en mesure de faire la guerre, ne pouvait-il, par contre, réaliser ces emprunts de façon à éviter les émissions extraordinaires de billets auxquelles il a eu recours ?

Notons tout de suite que la réponse est affirmative, mais pas d'une façon aussi absolue qu'on pourrait le croire à première vue.

Effectivement, de prime d'abord, on serait tenté de répondre sans hésitation par l'affirmative, et de croire que si la Grèce a accepté les conditions dans lesquelles les avances des Alliés lui ont été consenties, c'est qu'elles lui ont été imposées par ces derniers, désireux d'ajourner autant que possible le versement de ces avances.

Sans vouloir nier que les clauses auxquelles nous faisons allusion (1) concernant la non-réalisation immédiate des avances alliées, constituent une importante garantie au profit des grands pays prêteurs de la Grèce (2), il nous semble qu'on aurait pu objecter faci-

(1) Voir t. I, pages 299-300 et aussi 303-304.

(2) Puisqu'elles les dispensent de l'obligation de trouver immédiatement l'argent nécessaire pour effectuer le versement des avances en question.

lement au point de vue ci-dessus, que même si cette clause n'existait pas, même si ces avances prenaient la forme d'emprunts extérieurs ordinaires, leur effet sur la circulation fiduciaire du pays ne serait pas sensiblement différent. Et que, étant donné que de toute façon ces emprunts extérieurs étaient destinés à couvrir, dans leur presque totalité, des dépenses à l'intérieur du pays (1), le Gouvernement serait obligé, pour avoir à sa disposition le produit des dits emprunts, de tirer des traites sur les trésors alliés (2) et de les endosser à l'ordre de la Banque Nationale, qui lui fournirait, en échange, leur contre-valeur en nouveaux billets de banque émis en vertu de l'article 8 de la loi de 1910. De sorte que, le résultat de chaque nouvel emprunt contracté à l'étranger, serait encore l'élévation de la circulation d'une somme presque égale (3) au montant de cet emprunt (4).

(1) La Grèce étant, pour le moment, allégée des principales dépenses de guerre à l'étranger, c'est-à-dire celles des armements et des munitions. Voir t. I, pages 307-308.

(2) Ou sur les banques auprès desquelles ce produit serait déposé.

(3) Moins la différence de change.

(4) Car, même si le Gouvernement s'adressait à une autre banque et que cette dernière ait à sa disposition les sommes nécessaires pour acheter ses traites, le résultat serait le même, en définitive, puisque, la Banque Nationale étant devenue par suite du système de la loi 1 X M B une sorte de chambre de compensation des opérations de change effectuées dans le pays (Voir t. I, pages 204 et 260), les autres banques ne tarderaient pas à transformer par son intermédiaire, leurs réserves de change à l'étranger ainsi acquises, en disponibilités en caisse. Il est vrai qu'en cas de demandes de change ces banques n'auraient pas besoin de recourir à la loi 1 X M B, pour recouvrer leurs disponibilités. Mais dans un pareil cas, le résultat serait semblable,

Il était nécessaire de rappeler (1) cette forme d'utilisation du système Γ X M B, afin de pouvoir apprécier l'importance de la considération qui va suivre : Si dans les circonstances ordinaires, la manière de voir ci-dessus (2) était exacte, il s'en faut de beaucoup qu'elle le soit encore dans les conditions du marché grec en 1918. Car, étant donné les disponibilités inaccoutumées que la presque totalité des banques grecques (3) a accumulées pendant la guerre (4), ces banques seraient en mesure d'acheter facilement les traites du Gouvernement, dans le cas où ces dernières auraient pu être tirées sur des crédits provenant du produit d'un emprunt extérieur immédiatement réalisable. Dans ce cas, le Gouvernement se serait procuré l'argent dont il avait besoin, sans recourir à la loi de 1910 et, par conséquent, sans provoquer une émission extraordinaire de billets (5).

même si l'Etat ne s'était servi que de la loi Γ X M B pour la réalisation de son emprunt, puisque le courant de demande de change aurait nécessairement diminué de nouveau la circulation accrue par cette réalisation. Cette idée sera développée dans les pages suivantes.

(1) Voir t. I, page 161.

(2) Elle paraît être celle des personnes qui ont à fixer la politique financière de la Grèce.

(3) Y compris la Banque Nationale.

(4) Par suite des importants dépôts des particuliers chez elles. Voir t. I, page 328, note 1.

(5) Il est évident qu'avant la guerre, les disponibilités du marché grec étant beaucoup plus restreintes, le recours à ce dernier pour réaliser dans un court espace de temps un grand emprunt extérieur était beaucoup plus difficile.

On peut s'en rendre compte à l'aide du tableau suivant com-

Il est vrai qu'à cela on peut opposer : a) que la plus grande partie de ces disponibilités des banques, était déjà employée dans des placements à court terme ou à vue à l'étranger (1) ; b) que même si ces banques avaient en caisse l'argent liquide nécessaire pour escompter les traites du Gouvernement, elles ne consentiraient à le faire (2) qu'à un prix inférieur au cours du change fixé par la Banque Nationale (3) ; le résultat serait, d'une part une perte pour le Trésor, d'autre part, le réescompte de ces traites achetées par les

prenant le montant des dépôts dans les six principales banques grecques (Banque Nationale, Banque Ionienne, Banque d'Athènes, Banque d'Orient, Banque Commerciale, Banque Populaire), à différentes dates échelonnées entre 1912 et 1918 :

Avril	1912	446 millions de drachmes
Janvier	1913	445 »
Octobre	1913	479 »
Juillet	1914	498 »
Juillet	1915	517 »
Juillet	1916	667 »
Juillet	1917	796 »
Juillet	1918	1.132 »
Décembre	1918	1.214 »

On constate donc une augmentation de 716 millions, soit 142 0/0, au cours des 4 années de guerre.

Voir à ce sujet le graphique donné par le *Bulletin Financier et Economique* de l'Agence Radio, du 14 mai 1919.

(1) Soit parce qu'elles provenaient de fonds importés par leur intermédiaire de l'étranger, soit parce que l'état de guerre ne leur permettait pas de placer facilement dans le pays leur avoir disponible.

(2) Vu l'affluence d'offres de change sur l'étranger qui se produirait et la perspective d'une baisse encore plus accentuée des changes étrangers.

(3) La loi de 1910 ne jouant pas pour elles.

Damiris, II.

banques, auprès de la Banque Nationale (1) et, par conséquent, un accroissement de la circulation.

Il nous semble néanmoins que, malgré ces remarques, qui sont d'ailleurs justes en principe, le Gouvernement aurait pu facilement réaliser et sans aucune perte, au moins une partie de son emprunt extérieur, par l'intermédiaire des différentes banques grecques, pour la bonne raison que : 1° la fixation des cours officiels des changes de la part de la Banque Nationale, constitue un frein et une concurrence que le Gouvernement aurait pu exploiter en sa faveur : 2° les banques eussent été heureuses de pouvoir placer ainsi, avec un petit bénéfice, une partie de leurs disponibilités, qui affluaient tous les jours par suite des dépôts en drachmes des particuliers et qui ne pouvaient pas être placées facilement à cause de la stagnation des affaires et des entraves inhérentes à l'état de guerre. Aussi ces banques ne se seraient pas du tout empressées de réescompter les traites du Gouvernement auprès de la Banque Nationale, dans le cas où, comme nous le supposons ci-dessus, le Gouvernement ne se serait adressé à ces banques que pour la réalisation d'une partie seulement des avances alliées.

On pourra dire encore : même en admettant le point de vue ci-dessus, qu'advierait-il au moment où les banques auraient à rembourser les dépôts chez elles ? Pour autant que les fonds retirés seraient destinés à des paiements à faire à l'étranger, la solution serait facile : elles n'auraient qu'à livrer à leurs clients des lettres de

(1) Dans le but de réaliser au plus tôt le bénéfice résultant de la différence entre le prix d'achat de ces traites et celui de la Banque Nationale.

change tirées sur leurs propres disponibilités à l'étranger. Mais si les déposants destinaient leur argent à l'intérieur du pays, les banques n'auraient d'autre moyen de se procurer les billets dont elles auraient besoin, qu'en tirant des traites sur leurs disponibilités à l'étranger et en les faisant escompter auprès de la Banque Nationale, qui procéderait alors à de nouvelles émissions de billets en vertu de la loi de 1910.

Cette remarque est encore exacte. Seulement, ce recours au système T X M B, n'aurait alors lieu que juste au moment où les billets déjà émis conformément à ce système rentreraient dans les caisses de la Banque Nationale, par suite du mouvement de demande de change qui s'est manifesté en 1918 et qui ne fait que s'accroître depuis (1).

On voit donc que dans le cas où les avances alliées eussent été immédiatement réalisables, on aurait pu restreindre sensiblement l'inflation monétaire qui s'est manifestée en Grèce depuis 1918 (2). Car le Gouvernement aurait pu se procurer l'argent nécessaire pour ses dépenses à l'intérieur du pays, sans provoquer d'aussi importantes émissions de billets de banque de la part de la Banque Nationale. Et si on n'avait pu éviter complète-

(1) Voir t. I, pages 348 et suivantes. Comme nous le démontrerons plus loin, c'est l'existence et la perspective de la continuation de cette abondante demande de change, qui sera l'élément principal de la compression fiduciaire qui est à espérer pour un avenir prochain.

(2) Et on ne serait pas réduit à recourir par des moyens obliques à l'utilisation des dépôts auprès de la Banque Nationale, pour restreindre, sans y parvenir d'ailleurs, la circulation fiduciaire du pays. Voir t. I, pages 327 et suivantes,

ment de nouvelles émissions pour la réalisation des avances en question, ces émissions eussent été absorbées en grande partie par les besoins monétaires du marché, dont nous avons déjà pu constater le développement.

II. — En plus de cette première question, il s'en pose inévitablement une autre :

Depuis la mise en application de la loi de 1910, le Gouvernement s'est déjà adressé à plusieurs reprises à la Banque Nationale, pour réaliser, par le système Γ X M B, des emprunts extérieurs, et malgré cela, une pareille inflation de la circulation n'en a jamais été le résultat.

D'abord, une pareille affirmation ne serait pas complètement exacte, puisque l'accroissement rapide des dépôts de la Banque Nationale à l'étranger et, par conséquent, de la circulation couverte par ces dépôts conformément à la loi de 1910 (1), est due, dans une certaine proportion, aux emprunts extérieurs que le Gouvernement a réalisés depuis 1910 (2).

Puis, il ne faut pas oublier que le montant des emprunts extérieurs helléniques antérieurs à la grande guerre et surtout à 1918, était de beaucoup inférieur à celui que les emprunts actuels devaient et ont effectivement atteint, dans un très court espace de temps.

(1) Accroissements sur lesquels nous avons insisté, surtout pour la période 1910-1914. Voir t. I, page 195, note 2.

(2) Cela indépendamment du fait que cette augmentation de la circulation correspondait aux nécessités du marché, lequel avait à ce moment un besoin urgent d'instruments de paiement. Voir t. I, pages 49 et suivantes et 196.

Mais où réside surtout l'explication de cette contradiction apparente entre les résultats sur la circulation de la réalisation d'un emprunt extérieur avant la grande guerre, et ceux que nous constatons aujourd'hui, c'est qu'en temps normal, toute extension de la circulation par suite de la contractation et de la réalisation d'un emprunt extérieur, qui ne représentait pas autre chose qu'une augmentation des disponibilités du pays (1), entraînait, soit une recrudescence de l'activité du marché (2) et l'excédent de la circulation trouvait ainsi son emploi à l'intérieur, soit un mouvement de sortie de capitaux (3) et une restriction de la circulation excessive était ainsi apportée automatiquement par le fonctionnement même du système F X M B (4). Tandis que, dans les circonstances actuelles : d'une part l'activité économique du marché est nécessairement enfermée dans des limites étroites et inhérentes à la guerre (5) ; d'autre part, la sortie des capitaux pour être placés à l'étranger est absolument interdite (6) et celle résultant

(1) Quel que soit l'emploi par le Gouvernement à l'intérieur du produit de cet emprunt.

(2) Création de nouvelles entreprises, mise en valeur des richesses naturelles inexploitées, etc.

(3) Placement des nouvelles disponibilités à l'étranger, accroissement de l'importation provoqué par une demande plus importante de marchandises, etc.

(4) Nous avons exposé assez longuement ces idées dans les pages 122-127 du t. I.

(5) Hésitation pour la création de nouvelles entreprises, manque de main-d'œuvre, difficultés de toutes sortes dans les rapports commerciaux avec l'étranger, etc.

(6) Voir t. I, pages 308 et suivantes. Il apparaît que l'interdiction de sortie des capitaux a été imposée à la Grèce par les accords

du commerce d'importation sérieusement entravée (1).

Cette dernière considération qui est basée sur des faits généralement admis, a une signification fondamentale, car elle sert à faire comprendre la non-intervention, dans les circonstances présentes, de la faculté d'élasticité du système F X M B, pour restreindre l'excès de la circulation, et constitue en même temps l'explication de la constatation que nous avons faite à la fin du 2^e paragraphe de la présente section (2).

De l'examen de ces deux questions (3), on peut conclure sans aucun doute, que les avances importantes que la Grèce a été et est encore forcée d'obtenir à l'étranger, ont eu une répercussion fâcheuse sur le montant de la circulation fiduciaire et sont la cause principale de l'inflation actuelle. Cette inflation n'est pas tant

passés entre elle et les Alliés et visant précisément la réalisation de l'avance des 750 millions dont il s'agit. On aurait donc pu penser que si ces accords n'avaient pas eu lieu et que la Grèce ait contracté à leur place des emprunts ordinaires à l'étranger, cette interdiction n'aurait pas été introduite. Il nous semble, cependant, que même si la Grèce n'était pas tenue conformément aux accords en question, à interdire la sortie des capitaux du pays, elle l'aurait fait sans aucun doute de sa propre initiative, à l'instar de ce qui a été fait presque partout et afin de pouvoir conserver chez elle son épargne nationale, si précieuse en ce moment.

(1) Formalités pour obtenir l'autorisation de sortie, manque de transports, hausse des prix dans les pays producteurs, etc.

(2) Voir pages 7-8.

(3) Si nous y avons insisté, c'est que l'exposé qui précède nous a donné l'occasion de faire ressortir certains côtés très caractéristiques et très utiles du système de la loi F X M B.

la conséquence des conditions dans lesquelles ces avances ont été consenties et, par là, de la façon dont elles ont été réalisées par une application abusive du système Γ X M B, conséquence qui autrement aurait pu être évitée dans une certaine mesure ; elle est surtout le résultat de la situation actuelle du marché (1) qui a empêché le système ci-dessus d'exercer son action habituelle de redressement sur la circulation et d'assurer à cette dernière, comme auparavant, une élasticité constante (2).

(1) Non seulement du marché grec, mais du marché mondial en général.

(2) Il est vrai qu'on aurait pu émettre aussi l'idée que, dans le cas où les avances à l'Etat auraient été immédiatement réalisables, ce dernier n'aurait eu, vu précisément l'état exceptionnel des conditions économiques, qu'à supprimer, pendant un certain temps, le fonctionnement du système de la loi Γ X M B, dans le but d'écarter par cette mesure décisive, tout danger d'inflation monétaire. Mais, indépendamment du fait que la forme dans laquelle les avances alliées ont été consenties ne permettait pas une réalisation immédiate autre que celle autorisée par l'intermédiaire du système Γ X M B, les perturbations profondes que la suppression de ce système aurait entraînées dans l'ensemble de l'économie du marché monétaire et spécialement les fluctuations constantes des changes qui en eussent résulté, constituent des raisons suffisantes pour éloigner toute solution de ce genre. Malgré le résultat fâcheux que le système Γ X M B a pu avoir sur la circulation dans des moments exceptionnels et passagers, ses avantages, précisément dans ces circonstances difficiles, restent encore trop tangibles et trop évidents pour qu'il soit permis d'y toucher. Voir t. I, page 127, note 1. Pourtant le Gouvernement vient de prendre une décision qui arrête partiellement le fonctionnement du système monétaire introduit depuis 1910. Les causes et les effets de cette décision seront étudiés dans les chapitres suivants.

§ 5. — *La situation de la circulation fiduciaire en 1919.*

Des considérations qui précèdent il résulte qu'il y a deux facteurs fondamentaux du développement excessif de la circulation fiduciaire actuelle de la Grèce : a) La somme élevée des avances qui lui ont été consenties, combinée avec le procédé suivi pour leur réalisation ; b) la situation du marché économique et monétaire mondial et le régime d'interdiction de sortie des capitaux, qui en a été la conséquence.

Ces deux facteurs n'ont malheureusement pas disparu dans le courant de 1919. Aussi, dans les deux bilans semestriels de la Banque Nationale de cette année-là, a-t-on pu constater un nouvel accroissement de la circulation fiduciaire.

Dans le tableau de la page suivante on voit quelle était la situation de cette dernière et celle de sa couverture, au 30 juin et au 31 décembre 1919.

Nous n'avons rien à ajouter aux considérations déjà développées à propos de la situation des années précédentes, relativement à l'importance de cette couverture (1) et à sa proportion avec la circula-

(1) Rappelons que nous ne comprenons pas, dans cette couverture, les disponibilités de la Banque Nationale pour son propre compte à l'étranger. Malgré tout, et en ne tenant même compte que de la couverture métallique proprement dite de la Banque Nationale, la circulation de billets pour le compte de cette dernière reste couverte dans une proportion supérieure à celle fixée par ses statuts et par les lois qui s'y rapportent (Voir t. I, page 32 et page 287, note 1), comme si cette circulation n'était pas protégée par le cours forcé.

Il y a également lieu de remarquer que les dépôts de la loi Γ X M B à l'étranger, sont calculés dans le tableau ci-dessus, au

CIRCULATION

Année 1919	Etat	Banque Nationale			Banque Ionienne	Total de la circulation (3)
		Pour le compte de l'Etat	Pour le compte de la Banque	Pour le compte de la loi de 1910	Pour le compte de la Banque (2)	
Au 30 juin . . .	Billets de 1 et 2 drachmes					
	30.828.695	52.954.915	74.369.045	4.214.797.485 (1)	6.313.425	4.378.623.880
Au 31 décembre. .	30.659.390	50.954.915	430.354.100	4.193.941.070	6.313.425	4.442.219.900

(1) Ce chiffre est celui du passif du Bilan de la Banque Nationale, que nous donnons conformément à la conduite que nous avons suivie jusqu'ici. Rappelons cependant qu'il y a à déduire de ce chiffre la somme de 8.436.740 drachmes, qui est inscrite à l'actif du bilan du 30 juin sous la rubrique : « Billets de banque de la loi F.X.M.B. » et qui représente les billets qui n'ont pas été mis effectivement en circulation par suite de la différence du change acheté conformément à l'article 8 de la loi ci-dessus.

Dans le bilan du 31 décembre, on ne retrouve plus cette rubrique de l'actif, tandis qu'au passif la rubrique : « Comptes à régler » est descendue de 59.700.898 (fin 1918) à 16.574.680 drachmes. Pour comprendre la signification de ces mouvements du bilan, voir t. I, pages 344-346. Ces mouvements sont dus à ce que, par suite de la vente abondante de change dans le courant de ce semestre à un cours plus bas, cet excédent de billets n'existe plus. Cette remarque sera expliquée en détail dans le chapitre suivant.

(2) Le chiffre de la circulation de cette banque est celui du 47/30 septembre 1919, n'ayant pu avoir ceux du 30 juin et du 31 décembre. Quant à la Banque de Crète, sa circulation est dorénavant englobée dans celle de la Banque Nationale (pour son propre compte). La Convention relative à la fusion de la Banque de Crète avec la Banque Nationale a été signée le 15 janvier 1919, et ratifiée par un décret royal du 22 juin de la même année.

(3) Il y a, en outre, à déduire de ces totaux, d'une part les billets de la Banque Nationale (pour une somme de 5.086.064 drachmes) se trouvant dans les caisses de la Banque Ionienne et, d'autre part, les billets de cette dernière banque (pour une somme de 4.064.192 drachmes au 30 juin et de 4.732.450 drachmes au 31 décembre) ainsi que les petites coupures de 1 et 2 drachmes (d'un montant de 467.472 drachmes au 30 juin et de 447.092 drachmes au 31 décembre) se trouvant dans les caisses de la Banque Nationale.

COUVERTURE

Année 1919	Etat	Banque Nationale			
		Couverture métallique en Caisse		Disponibilités à l'Etranger	
Au 30 juin . . .	Dépôts en Angleterre en couverture des billets de 1 et 2 drachmes	Or, Argent et Cuivre	Or en vertu de la loi de 1915	Obligations des Emprunts nationaux en or, en vertu de la loi de 1915	Dépôts et Crédits pour le Compte de la loi de 1910
	30.828.695	46.825.393	10.000.000	10.000.000	4.235.000.000
Au 31 décembre. .	30.659.390	46.993.866	10.000.000	10.000.000	4.226.108.000

tion (1). Quant à son influence tendant à réprimer les phénomènes d'inflation ou à maintenir le change au pair, nous préférons en remettre l'examen aux pages suivantes.

Ce qui est à retenir ici, c'est que la circulation fiduciaire, qu'elle soit couverte ou non, a présenté pendant les six premiers mois de 1919, une nouvelle augmentation. En effet en dehors d'une augmentation de 10.307.820 drachmes dans la circulation des billets de 1 et 2 drachmes (2), on voit que la circulation pour le compte de la Banque Nationale était supérieure de 29.829.652 drachmes à celle du 31 décembre 1918 (3),

pair comme d'habitude, ce qui n'exprime pas exactement la situation réelle, non seulement par suite de la baisse de certaines des monnaies dans lesquelles ces dépôts sont constitués (ce qui est calculé dans d'autres rubriques du bilan de la Banque), mais aussi et surtout par suite de la baisse de la drachme depuis le milieu de 1919. Il est cependant préférable, croyons-nous, de reporter plus loin l'examen de ces considérations.

(1) Voici les trois proportions qu'il y a lieu d'établir entre la circulation et la couverture :

	Au	
	Au 30 juin 1919	31 décembre 1919
Pour le compte de la Banque	0,898 1/2	0,437
Pour le compte de la Banque et de la loi Γ X M B.	1,01	0,970
Pour le compte de la Banque, de la loi Γ X M B et de l'Etat	0,970	0,933

Comparer t. I, pages 198-199, note 1, 293 note 2 et 322 note 2.

(2) Cette augmentation doit être uniquement attribuée à la nécessité de satisfaire les besoins du marché (hausse des prix, accroissement de la population, etc...), puisque l'Etat ne pouvait avoir aucun intérêt à cette augmentation, la couverture des petites coupures par du change à l'étranger, continuant toujours à être intégrale.

(3) La politique de la Banque Nationale, consistant à placer

tandis que celle pour le compte de la loi de 1910 dépassait de 44.726.880 drachmes celle d'il y a six mois (1).

Cet accroissement du total de la circulation fiduciaire de la Grèce, se poursuit encore pendant le deuxième semestre de 1919, avec cette différence caractéristique qu'il est dû, cette fois, uniquement à la circulation pour le compte de la Banque Nationale, dont le montant présente une nouvelle augmentation de 55.985.055 drachmes, tandis que la circulation pour le compte de la loi Γ X M B, subit une diminution de 20.856.415 drachmes (2).

§ 6. — *Les causes du nouvel accroissement de la circulation.*

Afin d'expliquer ces mouvements (3) des différentes catégories de circulation dans le courant de 1919, commençons par envisager la situation financière actuelle de la Grèce, dont l'action est, comme on le sait, décisive sur l'état de la circulation fiduciaire :

ses propres billets et à accroître ses propres disponibilités à l'étranger, déjà définie (voir t. I, page 351, note 2) suffit à expliquer cette augmentation, qui correspond dans l'actif à l'important accroissement de ces dernières disponibilités. Il faut, d'ailleurs, prendre en considération que la Banque Nationale englobait déjà fin juin, dans sa propre circulation, celle de la Banque de Crète, puisqu'elle inscrit à son bilan comme maximum de circulation pour son propre compte, le chiffre de 156.405.000 drachmes, au lieu de 146.000.000.

(1) Comparer avec le tableau de la page 319, t. I.

(2) La circulation des petites coupures de 1 et 2 drachmes présente également une légère diminution de 169.305 drachmes.

(3) Parmi lesquels les deux tendances contraires que nous venons de constater pour le deuxième semestre, ne sont pas faciles à saisir de prime-abord.

A la fin de 1918, il ne restait plus que 75 millions sur l'avance alliée de 750 millions, dont la Grèce ne s'était pas encore servi pour une émission correspondante de nouveaux billets. Cette somme était-elle suffisante pour couvrir les dépenses extraordinaires de l'Etat dans le courant de 1919? — Evidemment, non. L'expédition en Russie Méridionale, l'ajournement de la conclusion de la paix avec la Bulgarie et la Turquie et les difficultés résultant de l'occupation militaire de territoires de ces derniers pays, ont contribué à élever les dépenses militaires de la Grèce à une somme presque équivalente à celle nécessaire pour une armée en campagne (1). Si on y ajoute les autres dépenses extraordinaires de toutes sortes que les lenteurs de la Conférence de la Paix ont entraînées (2), on voit qu'en dehors des 75 millions de francs, dont elle n'a pas tardé à émettre la contre-partie en billets de banque (3), il lui fallait encore recourir à d'autres ressources pour subvenir à ces dépenses.

Aussi le Gouvernement : 1° s'est efforcé d'accroître

(1) La Grèce est un des rares pays belligérants qui maintenait encore, à la fin de 1919, une grande partie de son armée de réserve sous les drapeaux.

(2) Administration des Provinces occupées militairement (la Grèce n'a jamais demandé aucune indemnité pour ces frais importants), frais de la Délégation hellénique à Paris, etc... Sans oublier que la situation irrégulière d'aujourd'hui ne permet pas au Gouvernement de s'occuper à mettre de l'ordre dans les Finances publiques et rend inopportune et presque impossible toute nouvelle augmentation des impôts.

(3) Inutile de rappeler que, vu la différence de change, le montant des billets ainsi émis est inférieur à 75 millions de drachmes. Voir t. I, pages 298-299, note 1.

le nombre des Bons de la Défense Nationale en circulation, dont le montant s'élevait au 31 décembre 1919, à 153.200.000 drachmes, qui constituent une ressource nouvelle pour le Trésor (1) ; 2° Il a contracté auprès de la Banque Nationale un nouvel emprunt provisoire en

(1) On pourrait objecter avec raison que, d'après les explications que nous avons données plus haut (voir t. I, pages 331-332), le produit des Bons de la Défense Nationale ne constitue pas une nouvelle ressource pour le Trésor, puisqu'ils sont couverts par des crédits alliés. En conséquence, le seul but de ces Bons étant la diminution de la circulation fiduciaire, nous n'aurions pas dû les comprendre parmi les procédés dont l'Etat s'est servi en 1919 pour couvrir ses dépenses.

Cette considération serait juste si les conditions de l'émission de ces Bons étaient les mêmes qu'en 1918. Il semble, cependant, qu'elles ne le sont pas : a) Déjà dans le bilan de la Banque Nationale du 30 juin 1919, on voit que la couverture des Bons de la Défense Nationale est restée invariablement au chiffre de 50 millions, tandis que, le montant de ces Bons en circulation dépassait de beaucoup cette somme, puisqu'il s'élevait à 155 millions. Il faut en déduire que le Gouvernement, prévoyant qu'une grande partie des Bons en circulation servirait à la souscription d'emprunts intérieurs, ou tout au moins, resterait en circulation, n'a pas jugé nécessaire de leur conserver une couverture complète. Dans ces conditions, il est incontestable que les Bons en question, pour autant qu'ils n'étaient pas couverts, c'est-à-dire pour plus de 100 millions, constituaient déjà une nouvelle ressource pour le Trésor. b) Si on passe maintenant au bilan du 31 décembre 1919, on voit que les Bons de la Défense Nationale ne sont plus couverts, même pour la moindre partie, par des crédits alliés non réalisés par des émissions correspondantes de billets. Les Bons en question sont dorénavant garantis par une somme correspondante d'obligations d'emprunts nationaux en possession de la Banque Nationale. Sans vouloir trop insister sur ce nouveau procédé de couverture, qui a été probablement adopté sous l'influence des considérations que nous venons d'indiquer, bornons-nous à insister sur ce que le montant des Bons de la Défense Nationale doit dorénavant être compris dans la dette flottante de l'Etat.

dollars (1), d'un montant de 60 millions de dollars et au taux d'intérêt de 5 1/2 0/0. Sur cette avance, le Gouvernement avait déjà réalisé le 31 décembre dernier 51.150.000 dollars, ce qui au cours de cette dernière monnaie au moment de la réalisation, donne un montant de 265.084.875 drachmes (2) ; 3° Il a procédé à l'émission d'un nouveau grand emprunt intérieur d'un montant de 300 millions de drachmes (3) ; 4° Enfin, et

(1) Conformément à l'autorisation que les statuts de la Banque Nationale lui donnent à cet effet.

(2) Depuis 1913, la Banque Nationale avait déjà consenti à l'Etat trois autres emprunts provisoires. Nous nous en occuperons quand il s'agira d'examiner cette façon de procéder, qui constitue une ingérence très marquée du Gouvernement dans les affaires de la Banque. Bien entendu, dès que la Grèce sera en mesure de contracter, en Amérique ou ailleurs, un emprunt extérieur de consolidation, qui doit s'élever, d'après les projets du Gouvernement, à 500 millions, il remboursera la Banque de ses emprunts qui conservent un caractère purement provisoire.

(3) Il s'agit d'un emprunt avec prime et à lots, dont nous ne pouvons pas connaître encore les résultats (la souscription est ouverte du 8 au 25 avril 1920), mais dont les principales conditions sont les suivantes :

Le montant de l'emprunt est fixé à 300 millions de drachmes et l'intérêt au taux de 5 0/0. Les obligations, au prix de 200 drachmes, sont émises au pair (déduction faite du premier coupon de 5 drachmes, à échéance du 1^{er} janvier 1921, qui est payable au moment de la souscription), mais sont remboursables avec prime de 50 0/0, c'est-à-dire à 300 drachmes, au moyen de 4 tirages par an. En plus, à chacun de ces tirages, un certain nombre d'obligations est remboursable par des lots variant de 1 million à 10.000 drachmes. Sont reçus à la souscription et pour le quart de chaque obligation, les Bons de la Défense Nationale ainsi que les obligations des deux précédents emprunts intérieurs. Les annuités qui sont exemptes de tout impôt, sont garanties par l'excédent des revenus affectés et par le produit de l'impôt sur l'alcool.

ceci est particulièrement intéressant au point de vue qui nous occupe, il a réussi à obtenir l'ouverture de nouveaux crédits en France et en Angleterre, sous forme d'avances non immédiatement réalisables, et pour un montant de 100 millions de francs (1), dont il s'est servi pour émettre, toujours en vertu de la loi Γ X M B (2), de nouveaux billets (3).

Les multiples avantages que cet emprunt assure aux souscripteurs, sont trop évidents pour qu'on s'y attarde. Les lourdes charges que le Trésor s'est trouvé amené à assumer pour assurer le succès de l'emprunt, sont une preuve de plus de la difficulté qu'on rencontre encore à émettre à l'intérieur des emprunts d'Etat. Malgré tout, il nous semble qu'on a trop sous-estimé la force de souscription du marché.

(1) Soit 50 millions de la part de la France et 50 autres millions de la part de l'Angleterre. Ce sont les chiffres donnés dans les prévisions du budget de l'année 1919-1920. Notons à cette occasion qu'à partir de 1919, l'année budgétaire commence le 1^{er} avril et finit le 31 mars de l'année suivante.

(2) Nous ne possédons pas les éléments nécessaires pour préciser les modalités relatives aux avances en question, qui ne doivent pas, néanmoins, différer beaucoup, si toutefois elles ne sont pas absolument identiques, de celles de l'« Accord pour l'année 1918 ». Voir t. I, pages 298 et suivantes.

(3) C'est-à-dire en virant ces crédits au nom de la Banque Nationale, laquelle les inscrivait à l'actif du compte de la loi Γ X M B et remettait la contre-partie à l'Etat sous forme de billets de banque. Pareillement à ce qui a été fait pour la réalisation des avances consenties en 1918, la Banque devait prendre en considération, au moment de la nouvelle émission, la différence de change. Et étant donné qu'entre temps, le franc et la livre sterling avaient de nouveau baissé, le montant de l'émission de billets correspondante aux nouvelles avances de 100 millions, devait être sensiblement inférieur à cette somme. Or, ainsi qu'il ressort de l'analyse du compte Γ X M B, la valeur de la couverture constituée par les nouvelles avances alliées, a été évaluée, non pas d'après les cours du moment, mais sur la base de la

Toutes ces dispositions financières qui auraient pu, dans d'autres circonstances, contribuer à la diminution de la circulation (1), n'eurent comme résultat que le maintien du *statu quo* ou bien une nouvelle augmentation de la circulation.

Mais ce ne sont pas seulement les besoins financiers de l'Etat qui ont eu une répercussion mauvaise sur la circulation, ce furent aussi les nouvelles dépenses nécessitées par l'armée alliée d'Orient. Car, conformément à l'« Accord relatif aux avances en drachmes (2) », la Banque Nationale a été invitée par les Alliés, dans le courant de 1919, à leur avancer de nouvelles sommes considérables en billets de banque couverts par des crédits ouverts par eux en son nom. Ces avances en drachmes ont donc atteint, en 1919, 324.807.968,81 drachmes (3).

moyenne de ceux de l'année 1918. Mais il vaut mieux remettre à plus loin l'appréciation des conséquences que cette manière de procéder pourra entraîner.

(1) Ainsi : a) Les Bons de la Défense Nationale, s'ils avaient été couverts dans leur totalité par des crédits alliés, auraient nécessairement amené une émission plus restreinte de nouveaux billets pour une somme égale à leur montant. b) Le nouvel emprunt intérieur, s'il n'avait pas été destiné à subvenir à des besoins pressants du Trésor, aurait pu contribuer, du moins en partie, au retrait définitif de la circulation d'une somme correspondante de billets. c) Enfin, les nouveaux crédits alliés, au lieu de servir de couverture à une nouvelle émission de billets, auraient pu constituer une réserve destinée à couvrir les billets déjà en circulation, qui pourront rester sans couverture par suite de la différence de change. Ces deux dernières observations seront encore éclairées par un développement ultérieur.

(2) Du 28-10 février 1918. Voir t. I, pages 301 et suivantes.

(3) Le montant de ces avances est sujet à des modifications

Déjà la réalisation des nouvelles avances alliées représentait une nouvelle émission de billets de près de 100 millions de drachmes. Si l'on y ajoute celles rendues possibles du fait qu'une partie des avances alliées a cessé d'être affectée à la couverture des Bons de la Défense Nationale (1), ainsi que celles devant représenter les nouvelles avances en drachmes fournies aux Alliés contre des crédits à l'étranger, on voit que la circulation pour le compte de la loi de 1910 aurait dû normalement atteindre, à la fin de 1919, un chiffre beaucoup supérieur à celui que nous venons de donner (2). Si elle ne l'a pas atteint, cela est dû aux deux circonstances suivantes :

a) Des deux procédés adoptés depuis 1918 pour réduire la circulation pour le compte de la loi Γ X M B (3), celui consistant à l'utilisation des disponibilités en billets de la Banque Nationale provenant de ses dépôts pour la réalisation d'une partie des crédits alliés, a été également appliqué dans le courant de l'année suivante et même dans une mesure plus étendue. De sorte que, au 31 décembre 1919, une partie des crédits alliés pour une somme de 170.201.112,81 francs, au lieu d'être passée au crédit du compte Γ X M B et de servir de couverture à une somme correspondante de billets émis en vertu de cette loi, se trouvait à l'actif du bilan de la Banque

fréquentes. Le chiffre que nous reproduisons dans le texte est celui donné par M. A. Zaïmis, Gouverneur de la Banque Nationale, dans le rapport de cette banque pour l'année 1919, tel qu'il a été reproduit par les journaux d'Athènes.

(1) Voir page 29 note 1.

(2) Voir tableau de la page 25.

(3) Voir t. I, pages 327-333.

Nationale (1) comme contre-partie des billets de la Banque provenant de ses dépôts et avancés à l'Etat, c'est-à-dire remis en circulation pour son propre compte (2). C'est ce qui peut expliquer en même temps l'accroissement à la fin de 1919, de la circulation effective pour le compte de la Banque (3).

(1) Et en dehors du compte spécial de la loi de 1910.

(2) La somme de billets pour le compte de la Banque Nationale, avancée ainsi à l'Etat, apparaît donc, en 1919, sensiblement augmentée, puisqu'à la fin de 1918, elle ne s'élevait qu'à 105.767.963 drachmes (Voir t. I, page 330). Si la Banque a été en mesure de procéder de la sorte, c'est que ses dépôts ont encore augmenté en 1919, de 126.921.923 drachmes, ce qui est une nouvelle preuve de l'enrichissement du pays et du crédit dont jouit le premier établissement bancaire de la Grèce.

Notons à cette occasion que l'opération ci-dessus ressort facilement du bilan de la Banque Nationale du 31 décembre 1919, établi d'une façon beaucoup plus claire, puisque la contre-partie des billets pour le compte de la Banque avancés à l'Etat, au lieu d'être comprise, comme dans le bilan de 1918, dans la rubrique générale « disponibilités à l'étranger pour le compte de la Banque », figure dans une rubrique distincte : « crédits auprès des Trésoreries alliées ». La même remarque est à faire au sujet des disponibilités à l'étranger, qui servent de couverture aux petites coupures de 1 et 2 drachmes, et qui se trouvent dorénavant dans une rubrique spéciale de l'actif.

Signalons également que les crédits dont il est parlé dans le texte, et qui n'ont pas été portés à l'actif du compte R X M B pour servir de couverture à une émission correspondante de nouveaux billets en vertu de cette loi, ne font plus partie comme en 1918 (voir t. I, page 334) de ceux représentant les avances alliées au Gouvernement grec, mais consistent en une fraction des crédits ouverts par les Alliés au nom de la Banque Nationale en couverture des avances en drachmes que cette dernière leur a fournies.

(3) Sans l'affluence des dépôts auprès de cette Banque, que nous avons constatée à la note précédente, cet accroissement

b) Le mouvement de demande de change déjà constaté en 1918, a pris, dans le courant de 1919, des proportions encore plus grandes. Il est donc naturel qu'il ait contribué, par suite du mécanisme de la loi F X M B, déjà connu, à restreindre le montant de la circulation pour le compte de cette loi (1). Mais si les effets de ce

aurait pris des proportions encore plus grandes, quand on pense au montant considérable de l'emprunt provisoire que la Banque Nationale a avancé à l'Etat dans le courant de 1919. Ce n'est, d'ailleurs, que cette abondance de disponibilités qui a permis à la Banque d'effectuer cette opération, le maximum de son privilège d'émission étant sensiblement inférieur à l'avance consentie. Il y aurait même lieu de se demander si cette manière de placer le produit de ses dépôts qui constituent, pour la plupart, des exigibilités immédiates, est la meilleure pour la Banque Nationale. Bornons-nous seulement à constater que, de cette façon, le public avance, sans s'en douter, par l'intermédiaire de la Banque Nationale, son épargne à l'Etat, ce qu'il n'aurait peut-être pas fait aussi volontiers si l'Etat s'était adressé directement à lui.

Il est enfin à noter que le montant élevé des disponibilités qui a permis à la Banque d'effectuer l'opération en question, s'explique aussi par le fait que malgré l'accroissement des dépôts des particuliers chez elle, ses propres dépôts à l'étranger, qui constituaient pour elle un des principaux moyens de placement de ses disponibilités, ont diminué dans le courant de 1919 de plus de la moitié, puisque de 256 millions fin 1918 (431.003.639,82 — 175.000.000, voir t. I, page 351 note 2), ils ne s'élevaient qu'à 109.631.475,87, au 31 décembre 1919. Cette diminution doit être attribuée pour beaucoup au mouvement de demande de change constaté en 1919, dont nous allons parler.

(1) Une analyse du compte spécial de la loi F X M B, au 31 décembre 1919, dans les différents chapitres qui le composent, analogue à celle que nous avons faite pour l'année 1918 (voir t. I, page 324), révélerait clairement les différents mouvements et procédés dont nous parlons dans le texte, qui ont pu influencer la composition de ce compte. Mais cette analyse sera mieux à sa place dans un chapitre ultérieur, puisqu'elle pourra alors être

mouvement ont pu être relativement favorables au point de vue de la circulation, il n'en fut pas de même à celui du change. Aussi est-il préférable de suivre les causes et les résultats de ce mouvement dans le chapitre suivant, qui sera consacré à l'étude de la situation du change pendant l'année 1919.

SECTION II

L'inflation monétaire.

§ 1. — *Les arguments tendant à prouver l'inexistence en ce moment d'une inflation en Grèce.*

Il nous reste encore à éclaircir une question capitale, sans quoi toutes les réflexions qui précèdent pourraient paraître oisives. Jusqu'ici, en effet, dans un but de clarté pour notre exposé, nous avons considéré l'existence actuelle en Grèce d'une inflation monétaire, comme un fait acquis. Il s'agit là, cependant, d'une affirmation qui a besoin d'être contrôlée, et d'un phénomène dont l'existence peut être plus ou moins prouvée. Car en somme, malgré les explications déjà données, on pourrait encore se demander s'il est vraiment certain qu'il existe en ce moment en Grèce une inflation monétaire (1).

complétée par des considérations et des tableaux indiquant la valeur réelle de l'actif du compte visé, en tenant compte des cours des monnaies dans lesquelles il est constitué.

(1) Il a été beaucoup écrit en Grèce sur cette question, qui fut l'objet de différents articles parus dans les feuilles économiques et les journaux grecs. Il est impossible de les citer tous, signalons simplement, comme étant écrit en langue étrangère, un ar-

De prime abord, on pourrait être tenté de répondre malgré tout par la négative, et les arguments qu'on

ticle sur l'inflation en Grèce, signé par M. Eulambio, Directeur de la Banque Nationale, et paru dans l'*Economist* de Londres du 19 janvier 1918 (page 87). Retenons également une discussion très intéressante engagée dans le journal économique *L'Economiste d'Athènes*, entre MM. Vournazos et Georgiadès (le spécialiste déjà cité) (N^{os} des 9 et 23 septembre, 1919) et résumée par le directeur de ce journal M. Ailianos (N^o du 30 septembre 1919). Il se dégage de cette discussion que tout le monde est d'accord pour reconnaître qu'il y a en ce moment en Grèce une inflation monétaire, due à sa circulation surabondante actuelle, mais que chacun apprécie différemment son importance, la mesure suivant laquelle elle influe sur les prix et les moyens par lesquels elle pourra disparaître.

Nous ne voulons pas nous immiscer dans cette discussion. Notre manière de voir relativement à cette question vitale, ressortira dans les pages qui vont suivre. Nous ne pouvons pourtant pas omettre de remarquer, à propos des divers articles que le sujet de l'inflation a inspirés en Grèce, que pas mal d'économistes grecs, trop influencés par la lecture d'ouvrages écrits avant l'expérience fournie par la dernière guerre et de théories basées sur des systèmes monétaires différents de celui de la Grèce, essaient d'expliquer et d'apprécier, d'après ces ouvrages et ces théories, le phénomène d'inflation de la Grèce. Or, ils ne tiennent pas suffisamment compte, non seulement du bouleversement général actuel en matière monétaire et des difficultés multiples et exceptionnelles qui en résultent, mais encore de la circonstance que le régime de circulation et de change de la Grèce est tout à fait spécial ; de sorte que, s'il permet une certaine comparaison avec ce qui s'est produit dans les autres pays européens, il ne peut cependant pas profiter des idées ou des mesures adoptées dans les pays à cours légal ou bien à cours forcé pur et simple. On semble, en effet, ignorer en Grèce le système du Gold-Exchange Standard, dont les multiples applications dans les différents pays peuvent seules fournir une base de comparaison avec le système grec et d'appréciation des phénomènes monétaires constatés en ce moment en Grèce. Ce qui est encore plus extraordinaire c'est que beaucoup paraissent ne pas même avoir

avancerait pour soutenir cette thèse sont les suivants :

1° L'augmentation manifeste de la circulation fiduciaire de la Grèce, est inférieure à celle de tous les autres belligérants et à peine supérieure à celle des pays qui n'ont pourtant pris aucune part à la guerre (1) ;

2° Malgré cette augmentation, l'importance de la couverture de la circulation fiduciaire de la Grèce élève

approfondi le mécanisme particulier du système Γ X M B, qui est, en somme, la clef de tout le problème de l'inflation et la base naturelle de toute discussion ou appréciation à son égard. C'est ainsi que M. Vournazos va jusqu'à dire que : «... tandis que nous avons une unité monétaire extrêmement dépréciée, cette dernière présente une prime importante sur le change français, exploi attribué par certains à la loi Γ X M B ». Ces « certains » sont manifestement les seuls qui aient pénétré le système monétaire de la Grèce.

Si nous nous sommes permis ces quelques constatations, c'est qu'il nous semble qu'au lieu de se perdre dans des théories souvent difficiles à comprendre, il vaut mieux s'attacher plus particulièrement à la constatation des faits, si instructifs dans les circonstances présentes, et surtout essayer d'approfondir les particularités du régime monétaire de son propre pays. Sur ce point, on ne peut que rendre hommage à M. Georgiadès, lequel par ses fonctions, est un de ceux qui ont le mieux compris le fonctionnement et les effets multiples et compliqués du système de la loi Γ X M B.

(1) Page 39 nous reproduisons un tableau indiquant l'accroissement de la circulation fiduciaire des différents Etats européens depuis la guerre et jusqu'à la fin du premier semestre de 1919, époque à laquelle nous nous plaçons ici pour rechercher l'existence ou non d'une inflation monétaire en Grèce (Voir l'*Economiste Européen* du 4 juillet 1919).

Pour la Grèce, nous prenons comme point de comparaison la circulation au 31 décembre 1915, car ce n'est qu'à partir de cette année-là que, le territoire de la Grèce s'étant élargi, le privilège d'émission de la Banque Nationale a été étendu aux Nouvelles

Pays	Banques d'émission	Circulation (en millions de francs)		Augmentation %
		1914	1919	
France	Banque de France.	23 juillet	5.912 3 juillet	34.753 588
Allemagne	» d'Empire	23 juillet	2.364 15 juin	35.344 1.495
Angleterre	» d'Angleterre.	23 juillet	733 26 juin	1.958 267
Espagne	» d'Espagne.	24 juillet	1.919 24 juin	3.497 182
Italie	» d'Italie.	31 juillet	1.750 20 mai	9.265 536
Norvège	» de Norvège	31 juillet	173 30 avril	608 351
Portugal	» de Portugal	22 juillet	457 4 juin	1.612 353
Roumanie	» Nationale	18 juillet	414 29 juillet 1917	1.730 418
Russie	» de l'Etat	21 juillet	4.358 29 octobre 1917	48.965 1.124
Suède	» Royale	31 juillet	320 31 mars	984 307
Suisse	» Nationale	23 juillet	268 23 juin	881 329
Grèce	» Nationale	31 décembre 1915	379 30 juin	1.334 352

cette dernière à un rang vraiment admirable, puisqu'elle est à ce point de vue, à la tête de tous les pays (1).

Provinces. Donc, l'accroissement de la circulation dans le courant de cette année-là ne doit pas être attribué, pour la plus grande partie, au fait de la guerre.

Puis on ne trouve pas dans ce tableau les circulations pour le compte de la Banque Ionienne et de la Banque de Crète, car elles sont restées presque stationnaires depuis 1914. D'ailleurs on peut faire la même remarque en ce qui concerne, par exemple, l'Angleterre qui possède en dehors de la Banque d'Angleterre, plusieurs autres banques d'émission et surtout de billets d'Etat depuis la guerre, ou encore l'Italie, dans la circulation de laquelle nous n'avons pas compris les émissions de la Banque de Naples et de la Banque de Sicile.

Enfin, nous n'avons pas non plus pris en considération les petites coupures de 1 et 2 drachmes circulant en Grèce depuis 1918, pour le compte de l'Etat. Autrement il aurait fallu compter aussi, par exemple, les coupures émises en France par les Chambres de Commerce, chose très difficile, sinon impossible.

Quant à la Russie, la situation du 29 octobre 1917, est la dernière connue (remarque analogue pour la Roumanie à ce moment). Il est certain que depuis, le montant des roubles-papier en circulation est monté à des chiffres extraordinaires. Suivant une dernière statistique, il s'élève à 450 milliards de francs en roubles en circulation ; et les émissions ne vont certainement pas s'arrêter là.

(1) Pour apprécier l'importance et l'exactitude de cette affirmation, il faut comparer le pourcentage de la couverture actuelle de la Grèce avec celui des autres pays. C'est ce qu'on pourra faire à l'aide du tableau de la page 41.

On y voit que la couverture de la circulation fiduciaire de la Grèce est supérieure à celle de n'importe quel autre pays, sous la réserve que cette couverture ne consiste pas uniquement en or effectif. Ce tableau est basé sur les renseignements statistiques donnés par M. Ed. Théry dans le *Matin*, 2 février 1920.

Au sujet de l'Allemagne, il est à prévoir que le pourcentage de son encaisse métallique baissera encore, non seulement parce qu'elle sera amenée à exporter de l'or effectif à l'étranger (pour payer ses importations, mais surtout pour faire face à ses obliga-

Banques	Juillet 1914			Janvier 1920 (dernières situations connues)		
	Or	Circula- tion	‰	Or	Circula- tion	‰
	(en millions de francs)			(en millions de francs)		
ETATS ALLIÉS						
France . . .	4.104	5.912	69 2/5	3.601	37.679	9 1/2
Angleterre .	1.004	733	135 1/2	3.133	10.670	29
Italie . . .	1 105	1.730	63 4/5	805	12.234	6 1/2
Russie . . .	4.270	4.358	98	3.453	43 965	7 9/10
Roumanie .	154	414	37	495	4.046	12
Totaux . .	10.637	13.147	80	11.487	108.594	10
EMPIRES CENTRAUX						
Allemagne .	1.696	2.363	71 1/2	1.362	60.058	2 1/4
Autriche- Hongrie .	1.300	2.260	57	244	55.713	1/2
Totaux . .	2.996	4.628	65	1.606	115.771	1 1/3
ETATS NEUTRES						
Espagne . .	543	1.919	28	2.453	3.868	63 1/2
Hollande . .	340	653	52	1.327	2.169	61
Suisse . . .	180	268	67	517	905	57
Suède . . .	146	320	45 1/2	394	1.047	37 1/2
Danemark .	110	219	50	318	685	46
Norvège . .	61	173	35	207	602	34
Totaux . .	1.380	3.551	39	5.216	9.276	56 1/4
ÉTATS ALLIÉS						
<i>dont la situation est restée favorable</i>						
Etats-Unis .	3.893	2.174	179	17.990	24.091	74 1/2
Japon . . .	981	1.595	61 1/2	2.204	2.971	74
Grèce . . .	173	223	77	1.324	1.412	93 1/2
Totaux . .	5.049	3 992	126 1/2	21.518	28.474	75

tions découlant du Traité de Paix), mais aussi parce qu'elle sera probablement amenée à émettre de nouveaux billets de banque

Grâce à cette couverture (1) et au régime monétaire de la Grèce, sa circulation possède toujours l'avantage d'être remboursable à vue en n'importe quelle monnaie étrangère (2) ; et si cet avantage n'équivaut plus à une remboursabilité en or, la faute n'en a pas été à la Grèce (3) jusqu'à il y a quelques mois, mais à la situation monétaire mondiale (4) ;

pour pouvoir régler à ses ressortissants la valeur des diverses réparations en nature qu'elle doit livrer aux Alliés (à valoir sur son indemnité à payer).

(1) Dont la proportion avec la circulation peut même être considérée en ce moment, comme supérieure à celle donnée dans la note précédente, voire presque intégrale, puisque depuis le milieu de 1919, la drachme n'est plus au pair et que, par rapport à sa valeur actuelle, les dollars et les livres sterling dans lesquels une grande partie de cette couverture est constituée (pour les francs, la situation est différente) ont une valeur supérieure à celle représentée par les chiffres ci-dessus. Ce sujet sera mieux examiné quand il s'agira d'apprécier la situation actuelle au point de vue du change.

(2) En ce sens que la Banque Nationale est tenue à fournir contre des billets et au prix du pair, des traites sur n'importe quel pays.

(3) Laquelle a maintenu pendant toute la durée de la guerre son change au pair du dollar, représentant le pair absolu ; réserve faite, naturellement, de la baisse de la drachme depuis le deuxième semestre de 1919, sur laquelle nous nous expliquerons plus bas.

(4) C'est-à-dire à l'interdiction générale de sortie de l'or. S'il en avait été autrement et étant donné que la drachme était au pair, les particuliers auraient pu aisément avoir de l'or contre leurs billets, sans subir de ce fait la moindre perte (sauf les frais considérables, etc...).

C'est ainsi que s'exprime à ce sujet, l'étude sur « La Drachme », (publiée dans le journal grec de Smyrne *Amalthia* en septembre 1919) : « ... Effectivement, cette éventualité (de conversion en or effectif) n'existe plus maintenant. Mais il a fallu l'intervention

3° L'augmentation de la circulation dont il s'agit (1) est absolument justifiée et absorbée par l'accroissement inaccoutumé, tant de la richesse nationale (2) que de la population flottante du pays (3), par le renchérisse-

de la guerre mondiale avec ses bouleversements pour amener l'application du cours forcé dans des pays même comme la France. Bien que ce bouleversement ait fait disparaître l'or de presque tous les marchés internationaux, ce désavantage ne s'est pas présenté spécialement en Grèce qui cependant possédait des disponibilités de change dans les pays où la circulation monétaire est la plus saine. Ce change, par suite de la disparition du métal précieux, constitue actuellement l'unique moyen d'échange pour les besoins internationaux... ».

(1) Qui, au point de vue de sa proportion par habitant et en dehors de toute autre considération, présente une situation satisfaisante en comparaison des moyennes similaires chez les autres Etats. Cette proportion qui était en Grèce, avant la guerre, de 45 drachmes par habitant, est aujourd'hui de 267 drachmes. Seulement, dans les autres pays elle est loin d'être toujours inférieure :

En France,	la circulation moyenne par habitant est de	888 francs
En Allemagne,	»	564 »
En Hollande,	»	301 »
Au Portugal,	»	294 »
En Italie,	»	282 »
En Norvège,	»	254 »
En Suisse,	»	242 »
Au Danemark,	»	219 »
En Suède,	»	184 »
En Espagne,	»	183 »

Ce tableau correspond à la situation au 30 septembre 1919. Depuis, les moyennes de la plupart des pays ont encore augmenté. Quant à la moyenne de la Grèce elle est portée, dans les documents officiels que nous avons en vue, à 230 drachmes par habitant, ce qui ne nous paraît pas complètement exact.

(2) Voir t. I, pages 277-283.

(3) Armée alliée d'Orient, réfugiés grecs de Thrace et d'Asie-Mineure, réfugiés russes, etc... Voir t. I, page 276.

ment incontestable de la vie (1), ainsi que par plusieurs autres circonstances inhérentes au marché grec (2);

4° Cette multiplication des signes monétaires, n'a eu aucune influence sur la fixité du change grec, qui s'est maintenu longtemps après cette multiplication au-dessus de ceux de tous les belligérants européens ;

(1) Cela, par suite de la raréfaction générale des produits et indépendamment de toute influence possible d'une inflation, ce qui constitue une question à part à laquelle nous allons arriver.

(2) Parmi lesquelles signalons ;

a) Le phénomène de thésaurisation de billets de banque, qui a pris depuis la guerre des proportions assez étendues, surtout chez les paysans enrichis, vu leur éducation économique précaire. En effet, l'important accroissement des dépôts en banques constaté depuis la guerre (voir page 16 note 5) n'est le fait que des classes déjà aisées ou instruites, la grande masse de la population, surtout celle des campagnes, ayant conservé ses usages. Il en est résulté qu'une grande partie des billets de banque émis ne circulant pas effectivement, n'a pas pu produire une inflation.

b) Le fait que depuis la guerre le commerce à crédit a presque disparu, puisque par suite du manque de marchandises, le commerçant était dorénavant mieux placé que le client. Le besoin supérieur d'argent liquide pour les règlements au comptant est évident.

c) Enfin, la circonstance qu'en dépit des efforts de la Banque Nationale et du dernier accroissement des dépôts à vue, l'usage du chèque, comme moyen de paiement et de compensation, n'a pas fait de progrès depuis la guerre. Par contre, le paiement sans numéraire a fait ailleurs, pendant la période de guerre, des progrès appréciables. Ainsi, pour ne pas parler de l'Angleterre et des Etats-Unis, où le chèque a toujours été le principal moyen de paiement, en France, tandis qu'avant la guerre les compensations opérées rien que par la Banque de France s'élevaient à 36 milliards par an, d'après le dernier bilan de cette banque, les règlements opérés par elle sans mouvement d'espèces, se sont élevés, en 1919, à 706 milliards, c'est-à-dire à 79 0/0 de son mouvement général de caisse.

5° S'il y a une hausse des prix en Grèce, celle-ci est due uniquement à la raréfaction des marchandises, par suite de l'état de guerre; la preuve en est que cette hausse a été supérieure au moment et au lendemain même du blocus, quand la circulation avait à peine dépassé son niveau normal, à celle de la fin de l'année 1918, dans le courant de laquelle l'extension de la circulation a pris l'allure que nous lui connaissons (1).

§ 2. — *Considérations établissant l'existence
d'une inflation.*

Ces arguments sont, pour la plupart, relativement justes (2). Mais s'ils sont assez persuasifs pour prouver

(1) La statistique officielle des prix que nous donnerons plus loin montrera s'il faut attacher de l'importance à cet argument, et s'il est vraiment certain que le coût de la vie a baissé ces derniers temps. Pour le moment, contentons-nous de reproduire, à titre d'indication (voir pages 46-47), la liste des prix dressée par la direction de la Banque Ionienne, dans le but de fixer les appointements de ses employés. Elle est caractéristique, en ce sens qu'elle révèle la hausse des prix au lendemain du blocus et au moment où le montant de la circulation était inférieur de moitié à celui de la circulation actuelle. Elle a surtout l'avantage sur les statistiques officielles, de donner les prix réels du marché, qui n'avaient, dans la pratique, pendant les mois du blocus, aucun rapport avec ceux établis officiellement.

(2) Ils sont avancés d'une façon plus ou moins claire et complète dans les différents écrits qui soutiennent la thèse que la circulation actuelle de la Grèce présente toujours une solidité exceptionnelle et aussi une élasticité parfaite. Ce point de vue se trouve résumé dans cette phrase de l'étude de M. A. Diomède, co Gouverneur de la Banque Nationale, soumise tout récemment au Conseil Général de cette Banque (page 10). «..... Notre circulation fiduciaire basée sur une contre-partie sûre et ne s'étant

Marchandises	1914	1916	Janvier 1918	
			Prix officiels	Prix du marché
	drachmes	drachmes	drachmes	drachmes
<i>Pain</i> (actuellement 10 % son).	0,50	0,80	3,20	—
<i>Viande :</i>				
<i>Boeuf</i>	1,80	3,80	—	8 à 10
<i>Mouton</i>	2	4,40	—	18 à 12
<i>Agneau</i>	4	8,50	—	13 à 15
<i>Porc</i>	2,50	4,40	—	9 à 12
<i>Jambon</i> (manque actuellement).	12	20	—	—
<i>Riz</i>	1,20	1,90	2,40	6 à 8
<i>Macaroni</i> (manque actuellement).	0,80	1,80	2,80	—
<i>Fromage :</i>				
Blanc ordinaire (très rare).	2,40	4	6,80	15
Qualité fine (Agrafon)	4,80	7	—	20
<i>Huile d'olive</i>	1,40	2,40	3,80	6 à 8
<i>Olives</i>	0,60 à 0,80	2	—	2 à 3
<i>Beurre :</i>				
2 ^e qualité (margarine et grasse)	5	8	—	18 à 20
1 ^{re} qualité (très rare)	8	12	—	25 à 30
<i>Lait</i>	0,60	1,20	—	2 à 2,20
<i>Beufs</i>	0,20	0,70	—	2 à 2,20
<i>Sucre</i>	1,15	2,10	2,60	6 à 10
<i>Café</i>	3,60	5	5,60	15
<i>Thé</i>	1,50	2,20	—	3,50
<i>Cacao et Chocolat</i>	—	—	prix double	—
<i>Miel</i>	1,40	2,40	—	9 à 12
<i>Légumes secs :</i>				
<i>Haricots et fèves</i>	0,60	1	—	3 à 4

Lentilles	0,70	4,80	—	5 à 7
Poids échies	0,60	1,60	4,80	5
<i>Vins :</i>				
Commun « résiné »	0,50	1	—	1,50
Variétés supérieures	0,80	1,20	—	2 à 3
Pommes de terre	0,25	0,80	—	2 à 3
Oignons	0,15	0,60	4,50	2
Tomates (manquant actuellement)	0,15	0,80	—	1
Légumes verts	—	100 %	—	200 %
<i>Chauffage et éclairage :</i>				
Charbon par 44 oke.	7	14	—	30
Bois par oke.	0,03	0,09	—	0,30
Alcool à brûler	0,80	3	—	5,20
Pétrole	0,40	1,80	—	4
Gaz (a manqué en 1917)	—	—	—	—
Electricité par kwt.	0,60	0,90	—	1,50
Poissons : ordinaire par oke.	2,50	4	—	40
<i>Loyers :</i>				
Appartement 4-5 pièces	70 à 80	150	—	200
Appartement 6-8 pièces	100 à 120	200 à 250	—	300 à 400
<i>Habilleinent :</i>				
Costume ordinaire courant	80 à 100	160 à 175	—	250 à 300
Gants chevreau ordinaire	4 à 5	6 à 8	—	13 à 16
Souliers (la paire)	20	35	—	55 à 65
Bottes	25	50	—	70 à 80
<i>Ameublement.</i>				
Augmentation de 200 à 300 %			—	
<i>Médicaments.</i>				
Augmentation de 200 à 800 %			—	
<i>Communications.</i> Voiture (la course)	0,50	1	—	1,50

Les prix officiels sont ceux des marchandises rationnées. Mais vu la rareté, l'insuffisance et peut-être aussi le manque d'organisation dans leur distribution, il n'est pas étonnant que les prix officiels soient seulement nominaux. Quant aux efforts de la police pour taxer les marchandises non rationnées, ils n'ont pas abouti à un résultat appréciable, les marchandises étant offertes secrètement et payées par les consommateurs à n'importe quel prix.

que l'inflation monétaire en Grèce n'est pas aussi considérable et aussi intense qu'on serait tenté de le croire et n'a pas atteint le degré observé dans d'autres pays, ils ne nous semblent pourtant pas assez forts pour nous convaincre que la circulation fiduciaire du pays peut être considérée comme ne devant inspirer des préoccupations.

Tout d'abord, que l'augmentation de cette circulation soit ou non supérieure à celle d'autres pays, ce qui est certain, c'est qu'elle a presque quadruplé en l'espace de quatre ans (1).

Ensuite, que cette circulation soit ou non couverte en totalité, l'existence et l'importance de cette couverture, si elles présentent un intérêt primordial pour un proche avenir, ne peuvent exercer dans les circonstances présentes, au point de vue de l'inflation, qui nous intéresse particulièrement ici et qui doit être la principale préoccupation actuelle, qu'une action réduite (2). Cela non seulement parce qu'elle ne permet point depuis la guerre,

pas accrue au-dessus de la mesure des besoins de la société, ne souffre pas d'une faiblesse monétaire intérieure, imposant des mesures d'assainissement spéciales, comme dans la plupart des autres Etats... ».

(1) Et comme nous l'avons déjà vu, la multiplication seule d'une monnaie, indépendamment de toute considération relative à sa valeur intrinsèque ou à sa couverture, suffit pour faire baisser sa valeur courante, c'est-à-dire pour provoquer une inflation. L'exemple fourni par la Grèce depuis 1918, ne fait que confirmer notre opinion (voir t. I, pages 79 et suivantes).

(2) Il est curieux de constater que dans les rapports de la Banque Nationale et dans les autres documents ou déclarations plus ou moins officiels, on se contente généralement de constater l'importance de la couverture de la circulation grecque et de considérer cette situation comme rassurante, sans jamais se

le remboursement des billets en or (1), mais aussi parce qu'elle ne peut même pas toujours servir actuellement à la transformation des billets grecs en monnaies étrangères (2).

demander quelle peut être, dans les circonstances présentes, son action sur l'inflation. Dire que l'existence de cette couverture (actuellement presque intégrale, si on tient compte de la baisse de la drachme), a pu contribuer à équilibrer *la balance des comptes* du pays et est capable de maintenir intacte *la confiance* dans la drachme, est exact. Mais dire que cette couverture peut avoir une influence quelconque sur *la valeur* de cette dernière, dans le sens de son pouvoir d'acquisition à l'intérieur, constitue un argument plutôt superficiel, même s'il n'est formulé que dans le but de maintenir un certain état d'esprit dans le public.

(1) Etant donné que tous les pays, même s'ils n'ont pas proclamé le cours forcé, ont introduit, sans exception, l'interdiction de sortie de l'or. Quant à la remboursabilité en or auprès de la Banque Nationale, inutile de rappeler qu'elle ne peut plus avoir lieu depuis 1914 (Voir t. I, pages 267 et suivantes). Aussi depuis la guerre, cet avantage du nouveau régime de circulation fiduciaire de la Grèce, qui nous a permis, dans l'analyse du système Γ X M B, de la caractériser comme se trouvant de fait au cours légal (voir t. I, pages 143 et suivantes), doit être considéré comme suspendu. Naturellement depuis l'écart récent de la drachme du pair, la question du remboursement en or ne peut même pas être posée.

(2) Car en somme, depuis l'introduction de l'interdiction de sortie des capitaux (sans parler de la baisse de la drachme survenue plus tard), tout le monde n'a plus la faculté d'échanger ses billets, au prix du pair, contre des traites sur l'étranger. Dans ces conditions, auxquelles il faut ajouter toutes les autres difficultés inhérentes à la situation économique et monétaire mondiale, il est évident que l'influence directe de cette couverture pour amener le resserrement automatique de la circulation, conformément au mécanisme de la loi Γ X M B, est sérieusement entravée. Cette idée a déjà été développée dans les pages précédentes.

D'un autre côté, ce n'est qu'à partir de 1918 que les émissions des billets ont pris des proportions inquiétantes, tandis que l'enrichissement du pays, l'augmentation de sa population et le renchérissement des marchandises, qui sont d'ailleurs indéniables, sont des phénomènes qui se sont produits beaucoup plus tôt (1) et qui ont même subi un certain arrêt pendant la dernière année de guerre (2). Malgré tout, il ne s'est presque

La seule influence que peut exercer l'existence de cette importante couverture est indirecte ; en d'autres termes : l'action que sa seule présence peut avoir sur la confiance que l'avenir de la valeur de la drachme inspire, puisque malgré la multiplication de sa quantité, elle a toujours derrière elle une réserve de change suffisante pour permettre sa transformation en monnaies étrangères, quand toutes les formalités actuelles seront abolies, ou même plus tard en or, quand on permettra à la drachme de regagner le pair absolu. Mais nous avons déjà exposé notre opinion sur l'importance qu'il faut attacher à l'action directe de la couverture sur la confiance qu'une monnaie à cours forcé peut inspirer. (Voir t. I, pages 76 et suivantes). D'ailleurs, il ne s'agit point ici d'attribuer la baisse du pouvoir d'acquisition de la drachme, au fléchissement de la confiance du public dans le billet de la Banque Nationale.

(1) Quant aux autres arguments que nous avons relatés à la page 44 note 2, ils ne peuvent avoir qu'une importance secondaire. Ainsi, l'argument de la thésaurisation chez les paysans, qui est exact, ne porte que sur une partie relativement faible des billets émis, et l'afflux des dépôts en banque pendant ces derniers temps, le prouve suffisamment. Tout au contraire, l'impossibilité pour les banques de placer dans le pays les disponibilités provenant de ces dépôts, ne fait que confirmer l'abondance de l'argent sur le marché et, par conséquent, l'existence d'une inflation.

(2) Il est vrai que, depuis, il y a un nouvel élément capable d'absorber une partie de la circulation excessive actuelle : l'occupation militaire, par la Grèce, de Smyrne et de son hinterland ainsi que d'une partie de la Thrace, par suite de laquelle

jamais manifesté, jusqu'à la fin de 1917 (1), une gêne monétaire quelconque (2).

Quant à l'argument basé sur la fixité du change grec, il est à peine nécessaire de rappeler que cette fixité est due uniquement aux effets de l'application du système de la loi de 1910, laquelle, en assurant à la drachme une valeur pour ainsi dire artificielle dans ses rapports avec les monnaies étrangères et en l'empêchant ainsi de baisser au niveau de son pouvoir d'acquisition à l'intérieur déterminé par l'importance de sa multiplication (3), n'a, tout au contraire, comme résultat que d'intensifier les phénomènes de l'inflation, en donnant au stock monétaire du pays une valeur d'acquisition plus forte par rapport aux marchandises, dont une grande partie est importée de l'étranger (4). C'est un phéno-

des sommes considérables de billets de banque grecs circulent dans ces provinces. Or, cet élément étant relativement récent, il ne peut entrer en ligne de compte dans les considérations actuelles.

(1) Sauf le phénomène, d'ailleurs local, d'insuffisance de numéraire à Salonique, dont nous avons expliqué les causes (Voir t. I, page 279, notes 2 et 3).

(2) Le mécanisme régulateur du système de la loi de 1910, fonctionnant encore plus ou moins librement. Voir nos explications des pages 6-7.

(3) Voir t. I, page 114, note 1.

(4) La situation est analogue à celle qui résulte souvent d'une importante réduction, survenant brusquement, de la circulation fiduciaire à cours forcé, laquelle, en provoquant une hausse prématurée et disproportionnée de la valeur du stock monétaire, entraîne un trouble de l'équilibre dans le sens de l'inflation.

mène très curieux, sur les effets duquel (1) nous reviendrons et qui a d'ailleurs cessé d'exister depuis quelques mois (2).

Vient enfin la question de la hausse des prix, qui constitue d'ailleurs, le critérium principal en la matière. Pour que l'argument invoqué dans le paragraphe précédent puisse prouver quelque chose, il aurait fallu que les prix baissent sensiblement, une fois le pays réapprovisionné en objets de consommation (3), tandis que, en réalité, la baisse constatée en 1918 et 1919 est insignifiante et cela, non seulement pour les articles d'importation (4), mais aussi pour les produits du pays (5). Il nous semble que cette dernière circonstance

(1) Dont le principal est une action stimulante sur les importations.

(2) Et comme nous le verrons plus loin, la baisse de la drachme est, tout au contraire, depuis que le système F X M B a cessé d'intervenir pour assurer sa parité avec le dollar, le résultat (direct ou indirect) de la dépréciation de cette monnaie à l'intérieur.

(3) Ainsi que nous pourrions le constater dans le chapitre suivant, l'importation d'articles de toute sorte a pris, depuis 1918, des proportions telles, qu'elle était arrivée à pouvoir correspondre aux besoins de consommation même accrus du pays et qu'elle est encore parvenue à constituer des stocks de marchandises dépassant grandement ceux du temps de paix.

(4) Dont la cherté aurait pu être attribuée à la hausse des prix dans les pays d'exportation, et cela malgré le bénéfice de change en ce qui concerne les objets importés de certains pays.

(5) Le tableau suivant (voir pages 54-55-56), établi d'après les chiffres du *Bulletin Statistique des prix moyens des principaux articles alimentaires*, etc., du Ministère de l'Economie Nationale, en est la preuve. Nous avons choisi les prix du mois de juin de chaque année, car leur comparaison est plus instruc-

ne peut être attribuée pour la majeure partie qu'à une inflation monétaire plus ou moins intense.

§ 3. — *L'inflation est actuellement un fait, elle peut cependant, en Grèce, disparaître progressivement.*

Toutes les considérations précédentes mises à part et pour se convaincre de l'existence en ce moment d'une inflation en Grèce, il suffit de faire le raisonnement suivant :

A quoi, en définitive, ont pu être employés les billets émis depuis 1918 et remis à l'Etat ? Ils ont servi soit à l'achat de marchandises sur place pour les besoins de l'armée, soit au paiement des traitements, soldes, allocations aux familles des mobilisés, augmentations des traitements et des salaires, indemnités de vie chère, etc... De toute façon, ils ont contribué à activer, soit direc-

tive, ceux de juin 1914, représentant les prix normaux à la veille de la guerre, et ceux de juin 1919, la moyenne des prix pratiqués actuellement. L'étude de ce tableau démontrera que si les prix du mois de juin 1919 présentent une légère diminution par rapport à ceux du mois correspondant de 1918, et une baisse certainement plus grande comparativement aux derniers mois du blocus et à ceux qui l'ont immédiatement suivi (voir tableau des pages 46-47), ils sont loin d'approcher des prix du mois de juin 1917, époque pendant laquelle, cependant, la raréfaction des produits était déjà très sensible.

Profitions de l'occasion pour faire remarquer l'intérêt qu'il y aurait à ce que la Direction de la Statistique du Ministère de l'Economie Nationale, établisse le tableau des variations des prix en Grèce, sous la forme des *Index Numbers*. Cela rendrait inutile la reproduction de longs tableaux comme celui qui suit, et faciliterait énormément l'étude des questions relatives aux mouvements des prix et à leurs causes.

26	et Légumes.					14	27	55	50	36
27	»	Citrouilles	»	»	»	—	—	—	—	—
28	»	Fèves	»	»	»	21	28	59	65	38
29	la douz.	Aubergines	»	»	»	62	99	1 50	2 69	2 43
30	le kilogr.	de bœuf	»	»	»	1 30	1 80	3 04	5 13	4 50
31	»	de veau	»	»	»	1 58	2 02	3 54	5 73	5 14
32	»	de mouton	»	»	»	1 16	1 55	2 72	4 55	3 93
33	»	d'agneau	»	»	»	1 57	1 95	3 30	5 36	4 65
34	»	de porc	»	»	»	1 21	1 60	2 21	5 28	4 47
35	»	de chèvre	»	»	»	1 13	1 36	2 70	4 18	3 95
36	»	de bœuf	»	»	»	1 39	1 89	3 14	5 46	5 18
37	»	de veau	»	»	»	1 66	2 12	3 71	6 10	5 92
38	»	de mouton	»	»	»	1 31	1 65	2 82	4 99	4 67
39	»	d'agneau	»	»	»	1 63	2 06	3 42	5 80	5 86
40	»	de porc	»	»	»	1 32	1 88	2 40	5 51	4 82
41	»	de chèvre	»	»	»	1 23	1 53	2 80	4 61	4 60
42	la pièce.	Poules	»	»	»	2 22	3 73	7 46	10 02	10 66
43	»	Poulets	»	»	»	1 47	2 36	4 37	8 16	6 26
44	»	Canards	»	»	»	2 24	3 57	6 26	10 12	9 57
45	»	Oies	»	»	»	3 39	5 66	9 67	19 93	19 01
46	»	Dindons	»	»	»	6 84	9 57	14 93	54 58	41 76
47	le kilogr.	qualité supérieure	»	»	»	2 41	3 41	5 35	8 83	7 04
48	»	qualité inférieure	»	»	»	1 41	2 —	3 11	3 88	4 28
49	»	Morue (salée)	»	»	»	96	1 56	2 67	—	4 21
50	le kilogr.	Beurre de vache	»	»	»	3 41	4 37	7 82	11 33	11 03
51	»	Beurre de mouton	»	»	»	3 72	4 34	7 78	11 45	10 22
52	»	Huile	»	»	»	1 06	1 47	1 88	3 23	3 54
53	»	Beurre de vache	»	»	»	3 76	4 96	8 52	14 54	12 33
54	»	Beurre de mouton	»	»	»	4 07	4 82	9 —	14 01	12 13
55	»	Huile	»	»	»	1 16	1 62	2 02	3 80	3 94
56	le kilogr.	Vin résiné	»	»	»	38	—	96	1 44	1 15
57	»	Vin non résiné (sec)	»	»	»	40	—	1 17	1 31	1 35
	»	Bière	»	»	»	92	1	1 45	2 90	2 47

et Légumes.

Vente
en gros

VI. — Viande.

Vente
en détail

VII. — Volaille.

VIII. — Poissons.

IX

Vente
en gros

Beurre et Huile
(d'olives)

Vente
en détail

X. — Boissons.

Tableau comparatif des prix moyens des principaux articles alimentaires, etc. (suite et fin).

N ^o d'ordre	Articles	Mois de Juin									
		1914		1916		1917		1918		1919	
		drs.	lep.	drs.	lep.	drs.	lep.	drs.	lep.	drs.	lep.
58	XI Autres produits alimentaires.		la paire. Enfs.								
59			le kilogr. Lait.								
60			» Blanc (feta).								
61			» Kaskavali								
62			» Kefalotiri								
63			» Olives de table.								
64			» Café								
65			» Sucre								
66			» Riz.								
67			» le quint. métr. Charbon de bois								
68	XII. — Combustible		» Bois de chauffage.								
69			la ton. 1 000 kg). Houille								
70	XIII. — Tabac et plantes fourragères		le kilogr. Tabac en feuilles.								
71			le quint. métr. Foin								
72			» Paille								
73			le quint. métr. Laine écrue.								
74	XIV. — Matières premières		» Laine lavée.								
75			» Coton non égrené								
76			» Coton égrené								
77			le kilogr. Cocons à soie verts								
78			» Cocons à soie secs								

tement (1) soit indirectement (2), la demande de marchandises et de services sur le marché, étant donné qu'ils ne correspondaient point à une augmentation antérieure des affaires (3), de la population (4) ou des richesses (5), arrivant de plus à un moment où l'offre

(1) En constituant, entre les mains du Gouvernement, une ressource supplémentaire dépensée sur le marché.

(2) En se traduisant par un accroissement des revenus des fournisseurs, employés, etc... du Gouvernement, déversé à son tour sur le marché.

(3) Dont nous avons déjà pu constater la stagnation par suite du blocus et de l'entrée en guerre de la Grèce.

(4) Nous revenons ici sur la remarque que nous avons déjà faite page 8, note 1. Les billets émis depuis 1918 et remis aux Alliés pour les besoins de l'Armée d'Orient, se traduisent, eux aussi, par une élévation de la demande. Seulement, nous persistons à croire que ces billets ne doivent pas entrer en ligne de compte comme facteur d'inflation. Car l'augmentation de la demande de marchandises et de services de ce chef, est le résultat direct, non pas des nouvelles émissions, mais des besoins de la nouvelle population mobile qu'était l'Armée Alliée d'Orient. En d'autres termes, cet accroissement de la demande se serait manifesté de toute façon, même si les marchandises achetées n'avaient pas été payées au moyen de nouveaux billets. Tandis que dans le cas des nouvelles émissions occasionnées par la réalisation des avances alliées à l'Etat grec, la situation est différente, la plupart du temps, et c'est ce que nous voulons expliquer dans le texte.

(5) Comme lorsque les nouvelles émissions étaient le résultat du libre jeu du système I X M B, c'est-à-dire celui d'un enrichissement antérieur du pays (voir pages 6-7). Ici encore, on peut faire une constatation analogue à celle de la note précédente. L'enrichissement du pays devant entraîner, de toute façon, une élévation des demandes des marchandises et des services, il avait besoin d'un certain surplus d'instruments de paiement pour pouvoir circuler sans provoquer une gêne monétaire. Cet accroissement de la circulation devait-il être égal à celui des richesses ?

était encore sensiblement réduite, par suite des difficultés des importations et de la diminution de la production à cause de la mobilisation (1).

Il en résulte que la hausse actuelle des prix doit être attribuée en grande partie (2) à la quantité des billets émis, c'est-à-dire à l'augmentation du pouvoir d'achat des particuliers qui en est résultée (3), en ce sens que

Dans des circonstances normales, il pouvait l'être sans inconvénient, pour les raisons expliquées, t. I, pages 122 et suivantes. Dans les circonstances actuelles, la réponse est différente (voir pages 21-22). Mais étant donné que dans la pratique, l'élévation de ce chef du montant de la circulation grecque, n'a représenté qu'une partie seulement des nouvelles richesses acquises (voir page 6, note 4), ce montant ne dépassait pas les besoins de circulation de ces richesses nouvelles. Aussi, même pour le cas dont il s'agit, ne peut-on pas parler d'inflation.

(1) Depuis, l'offre des marchandises est redevenue, du moins pour la plupart d'entre elles, presque normale, tandis que la demande a continué, malgré tout, à la surpasser. C'est ce qui contribue au maintien des prix élevés.

(2) Puisqu'il y a aussi le facteur de la raréfaction des produits et de la hausse du prix de revient des marchandises importées (ce qui, par répercussion, ne peut qu'entraîner la hausse des prix des produits du pays) pour des raisons autres que celle de l'inflation chez les pays producteurs (qui était compensée, jusqu'à ces derniers temps, par la bonne allure du change grec), par exemple : réduction de la journée de travail, pénurie des moyens de transports, etc...

(3) C'est toujours par là que l'inflation monétaire agit sur les prix. *M. Léon Polier* a mis cette idée en relief avec une clarté remarquable dans un article intitulé « Le problème de la circulation fiduciaire », publié dans *l'Europe Nouvelle* du 13 septembre 1919 :

« On admet — dit-il — que l'inflation agit sur les prix et cela est vrai. Mais il s'agit de savoir comment, c'est-à-dire par l'intermédiaire de quel mécanisme économique. La quantité de billets émis n'agit pas par sa seule action de présence, mais tout

cette augmentation du pouvoir d'achat (1) correspond et équivaut à un désir effectif d'achat (2).

On peut donc dire que si, pendant les premières années de guerre, l'accroissement relatif de la circulation fiduciaire de la Grèce a été, par suite du libre fonctionnement de la loi Γ X M B, le résultat de l'enrichissement du pays (3), l'accroissement rapide de cette circulation depuis 1918 en a été la cause (4). Mais dès l'instant qu'il s'agit là d'un enrichissement pour ainsi dire artificiel, c'est-à-dire indépendant de tout développement antérieur des affaires, et qui n'est destiné

simplement parce que, au moment où cette émission est faite, par un acte arbitraire de la puissance publique, elle a pour effet de créer des revenus nouveaux qui viennent augmenter la masse des acheteurs et leur pouvoir d'achat sur les marchés intérieurs, ce qui pousse naturellement à la hausse des prix et d'autant plus que, dans le cas actuel, ces revenus nouveaux ont été attribués en paiement de services ou de production qui, tournés vers la destruction, non seulement n'ont pas accru la masse des marchandises disponibles, mais ont même été détournés de leur production ».

(1) Qui est le résultat de tout enrichissement, qu'il soit dû ou non à une augmentation de la circulation.

(2) C'est ainsi que nous comprenons la théorie *quantitative des prix*, c'est-à-dire celle qui attribue à l'augmentation de la monnaie circulante une influence directe sur les prix. Et il nous semble que c'est en la concevant et en la présentant de la sorte qu'on peut saisir plus aisément les rapports existant entre la monnaie et les prix, et éloigner le scepticisme qu'on éprouve aujourd'hui concernant l'exactitude de la théorie envisagée.

(3) Voir page 57, note 5.

(4) C'est-à-dire, dans ce dernier cas, toute nouvelle ressource acquise par tel ou tel particulier, était représentée par une somme égale de billets. Or, il est évident que ces nouvelles ressources n'avaient pas besoin, pour circuler, d'une aussi forte somme en billets de banque.

que très partiellement à stimuler la production (1), il s'ensuit qu'il n'était pas du tout nécessaire qu'il soit représenté par de nouvelles émissions de billets (2), sinon dans une très faible proportion, et que ceux ainsi émis peuvent et doivent, pour la plupart, être retirés de la circulation.

Il est évident que cette diminution de la circulation ne comporterait aucunement comme conséquence la diminution de la richesse naturelle ou artificielle du pays, laquelle est aujourd'hui un fait acquis et indépendant de toute réduction de la circulation (3). Il serait malheureux qu'il en fût autrement (4).

(1) C'est dans ce dernier fait que réside la principale origine du mal, c'est-à-dire que l'enrichissement dont il s'agit, ne représentait point la rémunération d'une production accrue en objets de consommation, tandis que, d'un autre côté, il ne s'effectuait pas dans un milieu économique à même d'en profiter et d'être encouragé par cet enrichissement à activer la production. Dans ces conditions, l'élément d'élasticité du système I X M B ne pouvait pas jouer.

(2) En vue de faire mieux ressortir notre manière de voir, nous faisons provisoirement abstraction du fait que cet enrichissement n'aurait pas eu lieu sans l'émission supplémentaire de billets.

(3) Comme le fait très bien remarquer M. Polier, dans son article cité ci-dessous, au sujet de la circulation fiduciaire de la France :

« Aujourd'hui, l'existence de ces revenus accrus est indépendante de l'inflation actuelle. Cette inflation les a créés : mais les deux phénomènes sont maintenant autonomes. Si l'on réduisait le nombre des billets, cela n'aurait pas le moins du monde pour effet de réduire les salaires, ni les traitements des fonctionnaires, ni les rentes des rentiers, ni les profits des entreprises, et, à la vérité, on serait tout à fait incapable d'expliquer comment ces réductions de revenus pourraient résulter de la simple diminution du nombre des billets ».

(4) Le seul procédé capable de réduire les revenus déjà accrus,

Toutefois, cela ne signifie point que cette richesse nouvelle nécessite pour circuler un effectif de billets si exagéré. Car cette circulation excessive de papier, ne pouvant pas être absorbée, du moins dans les circonstances présentes, par une production plus intense, par un mouvement des affaires plus étendu, provoqués par le placement des nouveaux revenus correspondants, elle ne peut que contribuer à pousser ces revenus vers

par conséquent, de diminuer la demande de marchandises et, par là, la hausse des prix résultant de ce fait spécial de l'accroissement des revenus : c'est l'impôt.

Nous avons déjà vu que les nécessités budgétaires imposent à l'Etat une politique fiscale rigoureuse, comportant une imposition plus sévère (voir page 11, note 1). Or, cette politique correspondrait également à une autre nécessité impérieuse : la diminution de la cherté de la vie. En effet, la hausse des prix devant être attribuée dans une certaine proportion à la création, naturelle ou artificielle (par suite des nouvelles émissions de billets), de nouveaux revenus, sans contre-partie productive et, conséquemment, à la disproportion manifeste entre la demande et l'offre des marchandises, toute réduction de ces revenus par le moyen de l'impôt, ne peut qu'avoir une répercussion heureuse sur les prix. On peut entrevoir là le point de départ de toute véritable solution du problème du retour à la vie normale.

Ce point de vue a été fermement soutenu par de nombreux économistes, surtout en Angleterre, et le procédé envisagé a été largement mis en pratique par le Gouvernement Italien, ainsi que par celui du Royaume-Uni. Particulièrement le grand organe financier *The Economist*, en présence de l'accumulation inaccoutumée de richesses par suite de la guerre, n'a pas cessé de préconiser que les deux principaux moyens pour subvenir aux dépenses de cette dernière, devaient être, d'une part une lourde imposition progressive, et d'autre part, la plus grande économie possible de la part de l'Etat, qui serait, d'ailleurs, en rapport direct avec la diminution des revenus des particuliers, l'Etat étant acheteur de marchandises et de services comme ces derniers.

la consommation et, par là, prolonger l'inflation (1). Il ne faut donc point déduire de l'affirmation précédente que la compression fiduciaire ne pourrait avoir aucune action sur la demande des marchandises et, par conséquent, sur le niveau des prix (2).

(1) C'est ce qui constitue précisément, nous semble-t-il, la faiblesse du raisonnement de M. Polier. En effet, s'il est certain que les nouveaux revenus créés ne seront point supprimés par la réduction de la circulation, il est également sûr, à notre avis, que ces nouveaux revenus n'ont pas besoin, pour circuler, d'un aussi grand accroissement des billets. Car, pour autant que ces billets dépassent les besoins en instruments de paiement, ils ne peuvent que s'offrir plus abondants sur le marché pour être échangés contre des marchandises, ce qui entraîne fatalement, en vertu de la loi de l'offre et de la demande, une inflation, que celle-ci s'entende comme une hausse des prix des marchandises ou comme une diminution de la valeur de la monnaie, ce qui, pratiquement, n'est qu'une question de mots.

(2) On peut donc dire, pour résumer les considérations forcément difficiles à expliquer qui précèdent, que : pour corriger la hausse actuelle des prix, il y a deux moyens (à part l'accroissement de la production qui s'impose manifestement, mais sur lequel nous n'avons pas à insister ici), dont l'application est également nécessaire :

a) Il faut réduire les revenus accrus (qu'ils proviennent des nouvelles émissions ou de toute autre source) pour autant que ces revenus ne veuillent ou ne puissent pas s'utiliser pour déterminer une production plus intense et, pour cette raison, s'orientent vers la consommation. Pour cela il n'y a qu'un seul procédé : l'impôt ; encore faudrait-il que l'Etat qui le perçoit ne se serve pas à son tour de son produit dans un but de consommation.

b) Il faut réduire les signes monétaires, indépendamment de toute diminution des revenus des particuliers par l'impôt (puisque celui-là ne signifie autre chose qu'un déplacement de richesses des mains des particuliers dans celles de l'Etat, lequel aura aussi bien besoin d'instruments monétaires pour les faire circuler) ; cela parce que les nouvelles richesses acquises sont loin de demander une somme égale de billets pour circuler. Jus-

La nécessité d'une déflation étant admise, la Grèce se trouve à ce point de vue dans une situation privilégiée puisque, ayant à sa disposition la contre-partie toute constituée de sa circulation de billets, elle possède déjà les moyens de rembourser ces billets et de les retirer ainsi de la circulation (1).

Par quel mécanisme ce remboursement pourra-t-il avoir lieu ? La réponse à cette question comporte une démonstration frappante de l'erreur qui est à la base de la conception d'après laquelle la compression fiduciaire ne pourrait avoir actuellement aucune répercussion sur la hausse des prix.

qu'à quel point la réduction du montant de ces billets pourrait-elle être poussée ? Cela dépendrait encore de l'emploi qui serait fait des nouvelles richesses définitivement acquises. Plus elles seront employées dans un but productif, plus elles entraîneront un accroissement du mouvement des affaires et un enrichissement postérieur, et moins le resserrement de la circulation sera nécessaire.

Ce qui est certain, c'est que de toute façon et toutes choses égales d'ailleurs, cette circulation ne reviendra jamais au niveau d'avant-guerre, puisque l'accroissement des revenus est un fait et que, même s'il n'est employé que dans un but de consommation, il aura néanmoins besoin d'un certain effectif de billets pour circuler sans que ceux-ci provoquent, par leur présence seule, une inflation.

(1) Voilà sous quel aspect, d'un intérêt d'ailleurs primordial, l'existence d'une couverture presque intégrale garantissant la circulation fiduciaire de la Grèce, peut être considérée comme un facteur plaçant cette dernière dans une situation supérieure à celle des autres pays. Mais de là et de la confiance absolue dans la drachme qui doit en résulter, déduire que la multiplication de cette monnaie ne peut pas entraîner une perte de sa valeur et, par conséquent, amener l'inflation, est une conception absolument erronée, conformément aux explications que nous avons déjà données à ce sujet (voir pages 48-49).

En effet, en Grèce toute diminution de la circulation fiduciaire (1) présuppose, grâce au système de la loi Γ X M B, une sortie de capitaux à l'étranger (2). Et cette sortie ne peut avoir comme but que : *a*) soit un placement au dehors, c'est-à-dire une transformation en épargne de l'argent jusqu'ici destiné à la consommation ; *b*) soit, ce qui est plus intéressant, l'importation de marchandises, chose qui, tout en diminuant la demande, comme dans le cas précédent, multiplie en même temps l'offre de marchandises sur le marché ; *c*) soit, encore mieux, l'achat d'instruments de production (machines, navires, etc...), ce qui tout en ayant les avantages du deuxième cas, contribue au développement futur de la production et, par conséquent, de la richesse nationale.

De toute façon, cette diminution de la circulation ne peut qu'entraîner une baisse des prix et, par là même, l'élimination du phénomène de l'inflation monétaire dont nous venons de prouver l'existence en Grèce en ce moment. C'est pourquoi nous ne pouvons que considérer comme un fait heureux le mouvement de demande de change qui s'est déjà manifesté et qui prendra certainement des proportions encore plus grandes dans un avenir prochain. C'est un point de vue très

(1) Ce qui signifie la reprise du libre fonctionnement du système Γ X M B et, par là, de la force de redressement et de l'élément d'élasticité qu'il comporte et dont le fonctionnement est jusqu'ici forcé de s'arrêter, pour les raisons déjà indiquées.

(2) Ou bien, mais dans une très faible mesure quant à la Grèce, un emprunt intérieur de consolidation, lequel serait également de nature à diminuer les disponibilités du pays jusqu'ici portées vers la consommation et contribuant, par suite, à la hausse des prix.

intéressant qui sera à la base de nos réflexions ultérieures relatives à l'évolution et au resserrement de la circulation fiduciaire, ainsi qu'à la politique monétaire à appliquer dans les années qui vont suivre (1).

(1) Il est néanmoins une question que l'affirmation ci-dessus ne peut manquer de suggérer au lecteur : si la demande de change sur l'étranger est un facteur radical pour amener la déflation, pourquoi la Grèce maintient-elle toujours l'interdiction de sortie des capitaux, c'est-à-dire une mesure qui ne fait que contribuer à la prolongation de l'inflation monétaire et de ses conséquences ?

— C'est qu'en dehors du point de vue du resserrement de la circulation, il y a aussi celui de la conservation et de l'utilisation productive de l'épargne nationale, et surtout celui du change. Aussi, avant de se former une opinion, il faut étudier la situation du marché grec en 1919, sous l'autre des deux aspects qui nous intéressent ici, à savoir celui du change. Cette étude nous permettra de dégager les raisons qui militent en faveur du maintien pendant un certain temps encore, du contrôle sur le marché des changes.

CHAPITRE DEUXIÈME

LA SITUATION ACTUELLE AU POINT DE VUE DU CHANGE

SECTION I

Les causes de la baisse de la drachme depuis le milieu de 1919.

§ 1. — *Les critiques dont a été l'objet la stabilité de la drachme.*

Si relativement à la circulation fiduciaire de la Grèce nous nous sommes trouvés, depuis 1918, en présence d'une situation anormale, provoquée par des émissions inconsidérées et entraînant les phénomènes fâcheux d'une inflation, le change, tout au contraire, a pu se maintenir jusqu'au milieu de 1919 au pair et assurer ainsi une parité constante entre la drachme et le dollar. Cette antinomie apparente qui peut sembler paradoxale aux non-initiés du système grec, s'explique naturellement après la lecture des parties précédentes, dont les explications justifient d'une manière absolue la stabilité du change grec.

Malheureusement, cette fixité de la drachme a pu

attirer à la Grèce des critiques aussi violentes qu'injustifiées de la part d'une partie de la presse française. Ainsi, l'*Europe Nouvelle* — pour citer un premier exemple — après avoir signalé à plusieurs reprises dans sa « Chronique des changes » la situation « insolite » et paradoxale du change français en Grèce, revint à la charge dans un article paru dans son numéro du 6 septembre 1919, intitulé « Le scandale du change grec » et signé Léon Polier. Cet éminent économiste ne croyant pas devoir admettre que la prime de la monnaie grecque, par rapport à la monnaie française, pouvait être la conséquence d'une sage politique monétaire, attribuait cette prime à : « ...une manœuvre du Gouvernement Hellénique, qui ayant de grosses sommes à payer en France par suite de la liquidation des stocks, cherche à le faire au plus bas prix possible... » ; et il se demandait : « ...jusqu'à quand et jusqu'à quel taux on laissera ainsi manœuvrer notre change sur un marché qui est loin de comporter une telle dépréciation de notre valata nationale... »

D'autre part, la *Cote de la Bourse et de la Banque* publiait dans son numéro du 17 octobre 1919, un article de M. Albert Leseurre, dont l'argumentation consistait essentiellement en ce que : « ...la Grèce, qui sollicite et obtient fréquemment d'importants crédits en monnaie étrangère, trouve ainsi trop de facilités pour opérer les règlements qui lui incombent... » et qui concluait que la France ne devait plus : « ...subir les effets fâcheux d'une manœuvre quelque peu scandaleuse... »

Ces quelques citations, que nous ne reproduisons qu'à titre documentaire, prouvent que la véritable campagne qui fut déclanchée par la bonne allure du change

grec (1), est due à l'impression désagréable que provoque la prime de la drachme, de prime abord inexplicable, et au fait que la politique de change sage et suivie de la Grèce, ainsi que les termes des accords entre cette dernière et les Alliés, sont généralement assez mal connus.

Dans le but de faire connaître les véritables causes de la fixité du change grec et en vue de faire tomber comme dénuées de fondement les accusations dont le Gouvernement grec a été l'objet, nous avons publié un article dans l'*Economiste français* du 18 octobre 1919, sous le titre : « Le problème des changes. Les causes de la fixité du change grec. »

Nous n'avons pas à reproduire ici les différents arguments sur lesquels s'est appuyé cet article. Ils ressortent assez facilement de l'analyse de la législation monétaire et de change de la Grèce, de l'historique de sa situation économique et, plus particulièrement, de l'étude de sa balance des comptes, enfin de l'exposé de la politique du Gouvernement grec et de la Banque Nationale à ce sujet, surtout pendant ces derniers temps. Il s'agit, comme on le voit, de ce qui fait l'objet même des parties précédentes (2).

(1) Il est à remarquer que la plupart des critiques de la presse au sujet de la fixité de la drachme, ont paru juste au moment où cette fixité commençait à fléchir. Seulement, en France ce fait n'était pas apparent puisque, vu la baisse accentuée du franc, les cours de la drachme continuèrent à monter à Paris.

(2) Nous ne pouvons cependant pas passer sous silence certaines affirmations contenues dans les articles ci-dessus, qui nous paraissent quelque peu malheureuses et déplacées sous la

Nous nous contenterons donc de ne citer ici que la dernière partie de l'article en question, qui sera

plume d'économistes remarquables et qui constituent, d'ailleurs, le pivot autour duquel tournent leur argumentation.

Tout d'abord, *M. Léon Polier* affirme que : «... Au 20 juin dernier, le cours officiel du change, dans les bureaux français, était de 97 drachmes pour 100 francs, tandis que dans le commerce local, il évoluait autour du taux de 90, pour le bénéfice des changeurs.

Or, le 30 juin, brusquement, un ordre venu de Constantinople fixait à 83 le taux officiel du change français... L'Administration française semble s'être décidée à cette baisse extraordinaire sous la pression des banques locales qui affirmaient que le cours du papier sur Paris était de 80 au 30 juin... »

Inutile de rappeler ici la politique de la réglementation du change grec sur la base de la parité du dollar, les raisons pour lesquelles la Grèce se trouvait dans la possibilité de suivre cette politique et le fait que cette dernière a été loin d'être défavorable à la France. Voir les deux derniers chapitres de la partie précédente. Signalons tout simplement que, le mouvement de baisse de la drachme ne s'étant pas encore manifesté à la fin du mois de juin, la perte du franc sur Athènes et New-York était forcément, à cette époque, absolument identique. Et étant donné que fin juin le dollar valait à New-York 6 fr. 43, il faut en déduire que la drachme valait à Athènes 1 fr. 24, soit le franc 0,80 drachme. « Les banques locales » avaient donc raison d'affirmer « que le cours du papier sur Paris était de 80 au 30 juin ». Il aurait fallu qu'elles perdent complètement la tête pour acheter ce papier plus cher à Salonique, du moment que la Banque Nationale en vendait au prix de 80. Et il nous sera permis de penser que c'est plutôt à la Banque Nationale de Grèce (en vertu de la loi de 1910) de fixer et d'imposer le cours officiel du change en Grèce qu'aux changeurs locaux (qui devaient probablement trouver leur bénéfice en achetant le franc à 80 à la succursale de la Banque Nationale à Salonique, et en le vendant à 90 aux ignorants), ou aux ordres « venus de Constantinople ».

Mieux encore, *l'Europe Nouvelle* et *la Cote de la Bourse et de la Banque* sont d'accord pour prétendre que : « Afin de

en même temps une sorte de résumé de nos explications détaillées antérieures, lesquelles doivent être

permettre au Gouvernement grec et aux nationaux d'effectuer à bon compte les règlements qu'ils ont à faire au dehors pour le service de la dette ou pour l'achat des stocks que réalisent actuellement les Alliés, la Banque Nationale ainsi que les banques qui se conforment à ses indications, font la baisse. » (Cote de la Bourse et de la Banque) — et que : « Par la manœuvre actuelle on vole à la France une partie du produit des stocks qu'elle liquide en Orient, et cela est intolérable. » (L'Europe Nouvelle).

Est-il nécessaire de rappeler qu'en ce qui concerne les cours du franc (et ceci s'applique également à la livre anglaise), la Grèce et plus spécialement la Banque Nationale, à laquelle, d'après la législation grecque, incombe la réglementation du change, se trouvaient, de fait, dans l'impossibilité d'influer sur ces cours, puisqu'ils étaient réglés sur la base de la parité du dollar. Est-il nécessaire encore de rappeler ici, qu'au moment où étaient écrites les lignes ci-dessus, les cours du franc baissaient rapidement à New-York (comme d'ailleurs à Londres et sur tous les autres marchés) et que, par là même (malgré la circonstance que la drachme ne pouvait plus être cotée à la parité du dollar), les cours du change sur Paris ne pouvaient que suivre le même mouvement (quoique moins accentué) sur le marché d'Athènes.

Indépendamment de tout cela : pourquoi la baisse du franc en Grèce, au moment de la liquidation des stocks de l'armée d'Orient, serait-elle préjudiciable au Trésor français ? Nous ne savons pas au juste quelles sont les conditions dans lesquelles cette liquidation s'est effectuée ; mais quelles que soient ces conditions, nous ne voyons vraiment pas la portée de l'argument des articles dont il est question. Si la vente au public s'est effectuée en drachmes, le profit que put en tirer l'Administration française est manifeste, puisqu'elle fut en mesure de faire rentrer le produit de cette vente en France à un cours du franc tel que les sommes envoyées étaient sensiblement augmentées. Et si cette vente s'est effectuée en francs, le prix de vente ne put qu'être augmenté en proportion aux enchères, puisque les acheteurs se procuraient les francs à bon marché, et avaient tout intérêt à acquérir les marchandises vendues tant que leur prix en drachmes ne dépassait pas les

toujours présentes à l'esprit pour l'étude qui va suivre sur les causes de la baisse actuelle de la drachme, et pour l'appréciation de l'attitude prise en l'occurrence par le Gouvernement et la Banque Nationale :

« Les raisons de la bonne allure de ce change (grec) en ce moment ne doivent pas être cherchées dans des « manœuvres » gouvernementales ou autres (qui n'auraient pu avoir, d'ailleurs, que des effets tout à fait temporaires), mais dans une politique monétaire méthodique...

« En somme, la Grèce, et c'est ce qu'on ne paraît pas soupçonner, n'est arrivée à maintenir ainsi son change presque au pair, que par ses propres moyens et par une législation singulièrement sagace.

« En effet, étant donné que depuis 1910, la balance a été dans son ensemble, comme nous l'avons déjà indiqué, favorable à la Grèce, la Banque Nationale, non seulement a pu satisfaire au moyen du change acheté

prix courants du marché. Enfin, si cette vente s'est effectuée de gré à gré, avec le Gouvernement hellénique ou tout autre particulier, la situation est la même puisque l'Administration française était libre de fixer ses prix en conformité avec les conditions du marché.

S'il fallait encore fournir une preuve à l'appui des considérations ci-dessus, on pourrait ajouter que : si la France ne s'était pas assurée un bénéfice par suite des cours du franc au moment de la liquidation de ses stocks, elle aurait probablement profité de l'occasion pour se servir du produit de cette liquidation pour acquitter sa dette en drachmes envers la Banque Nationale (Voir t. I, pages 302 et suivantes). Si elle ne l'a pas fait et si elle ne le fait pas dans un proche avenir, ce n'est pas seulement pour des raisons afférentes à ses Finances publiques, mais aussi parce que l'on a naturellement tout intérêt à faire venir actuellement de l'argent de Grèce, tandis qu'on subirait une perte manifeste à en expédier. Les termes de l'accord financier relatif aux avances en drachmes de la Banque Nationale aux Gouvernements alliés, sont très significatifs à cet égard (Voir t. I, page 304, note 2).

en vertu de la loi de 1910, à toutes les demandes de change, et à le maintenir ainsi au pair, mais elle est arrivée à constituer un dépôt de change à l'étranger qui s'élevait à plus de 400 millions à l'entrée en guerre de la Grèce (sans compter les importantes réserves de change des autres banques grecques constituées depuis la guerre).

« Grâce à cet important stock de change, la Banque Nationale est aujourd'hui en mesure de combler le déficit éventuel de la balance des comptes du pays.

« D'ailleurs, est-ce vraiment certain que cette balance est en ce moment, comme il a été dit, défavorable à la Grèce, à l'égard de la France? Nous avons déjà énuméré les causes qui, avant la guerre, et même depuis la guerre, rendaient cette balance favorable, et nous ne voyons pas quels pourraient être les facteurs qui auraient pu influencer dans ces derniers temps la balance des comptes entre la Grèce et la France en faveur de cette dernière (1).

« C'est donc bien au moyen de ses propres ressources, réglementées et utilisées efficacement par une sage législation, que la Grèce a pu assurer la fixité de son change (2).. ...

(1) Nous ne parlons, naturellement, que de la balance économique entre ces deux pays, puisque la balance des comptes générale de la Grèce, se trouve, comme nous l'avons expliqué, en déficit depuis 1918. Même en admettant que la liquidation des stocks de matériel de guerre eût été de nature à renverser la situation de cette balance (et c'est là le point de départ des accusations portées dans les articles précités), il ne faut pas oublier que cet événement ne pouvait avoir que des effets provisoires et que, grâce au système de la loi Γ X M B, il ne pouvait avoir aucune influence, directe tout au moins, sur les cours de la monnaie française pas plus que sur ceux de n'importe quelle autre monnaie.

(2) Ici se place un autre argument non moins convaincant, qui consiste dans le fait suivant : si la Grèce a persisté, même après le milieu de 1918 (époque à partir de laquelle sa balance des comptes est devenue défavorable) à maintenir la drachme au

« Mais nous apercevons déjà l'argument qu'on s'empres-
sera d'opposer aux constatations ci-dessus :

« On nous reprochera d'avoir oublié de prendre en considération les avances faites par les Alliés à la Grèce, les dépenses des Armées Alliées en Macédoine et la fourniture à crédit du matériel de guerre nécessaire à la Grèce, facteurs dont l'existence aurait seule empêché : le déficit de la balance des comptes de la Grèce, l'épuisement de ses réserves de change et, par conséquent, la baisse des cours de la drachme. Ainsi, d'après certains, ce ne serait que grâce à ces armes fournies par les Alliés que la Grèce aurait pu maintenir son change au pair, au détriment de ses propres créanciers.

« Voilà un argument qui serait peut-être décisif s'il était fondé. Il ne l'est pas.

« La Grèce n'a pas encore demandé, fût-ce pour la somme la plus minime, la réalisation des avances promises, parce qu'elles ne sont réalisables que six mois après la conclusion de la paix. Pour le moment, les crédits ouverts par les Alliés ne servent, comme il vient d'être indiqué, qu'à couvrir une émission correspondante de billets de la part de la Banque Nationale, dont l'Etat s'est servi jusqu'ici pour couvrir ses dépenses de guerre. Il en résulte que, pour le moment, le véritable créancier de l'Etat c'est le public grec. Et il est évident que ce n'est pas au moyen de fonds puisés à l'intérieur du pays que la Grèce aurait pu maintenir la fixité de son change.

pair, elle est seule à en avoir subi les conséquences. En effet, elle a payé cher la fixité de sa valuta nationale, puisqu'elle cédait du change sur Paris et Londres (depuis les premiers mois de 1919) à des cours sensiblement bas, change qui avait été acheté à des cours supérieurs et souvent au pair. Si la Grèce a bien ou mal fait d'accepter de subir la perte résultant de la baisse de monnaies sur lesquelles elle avait basé sa confiance (au profit non seulement du public grec, mais souvent aussi des étrangers), c'est une autre question, sur laquelle nous nous expliquerons en détail dans la suite. Mais ce qui est certain, c'est que si quelqu'un avait à se plaindre de cette situation et de ses résultats, ce n'était pas l'opinion étrangère.

« La Grèce n'a donc pas touché d'avances. Mais il y a plus : c'est au moyen de billets de banque émis et avancés par la Banque Nationale et couverts par de nouveaux crédits alliés (toujours non réalisés) que les Alliés se procurèrent l'argent nécessaire à l'entretien de leurs troupes d'Orient. La valeur des billets grecs avancés aux armées françaises seules dépasse 280 millions. Si la Grèce a été dispensée de l'obligation de régler immédiatement le matériel de guerre que les Alliés lui ont fourni, la valeur de ce matériel est certainement inférieure aux dépenses des armées Alliées d'Orient couvertes par la Grèce.

« Des explications ci-dessus il résulte clairement que si l'ensemble des accords financiers passés depuis la guerre entre les Alliés et la Grèce a pu avoir une influence régulatrice sur leur change réciproque, cette influence, loin d'avoir contribué au maintien du change grec au pair, s'est plutôt exercée au profit du change français.

« Nous nous permettons d'espérer que les explications sommaires (étant donné les limites restreintes et le but de cet article) que nous venons de donner sur l'amélioration et la fixité du change grec, seront de nature à faire ressortir les véritables raisons de la bonne allure de ce change et à renforcer la confiance pour le relèvement économique continu de la Grèce (1) ».

(1) Le collaborateur de la *Cote de la Bourse et de la Banque* finit son article en ces termes : « A moins qu'il ne s'agisse, en l'occurrence, d'une tactique et d'une politique vraiment très habile en matière de change, puisqu'elle permet à un pays fortement débiteur et dont la situation financière est consolidée par des pays amis, de faire coter à sa propre monnaie une prime, une forte prime même, à l'égard de la monnaie de ces pays. Alors, vite que l'on délègue quelques membres de la Commission des Changes pour aller à Athènes étudier sur place le procédé ».

Nous espérons toutefois que la lecture du présent ouvrage pourrait éviter la peine d'un déplacement aux membres de la Commission des Changes, et qu'elle serait susceptible d'éclairer la commission en question et de satisfaire la légitime curiosité de l'auteur de cet article, relativement « au mystère » qui enveloppe la baisse à Athènes du change sur Paris.

§ 2. — *L'apparition de la prime du dollar sur le marché d'Athènes à partir du mois de juillet 1919.*

Si de la lecture du présent ouvrage sur le système de la loi Γ X M B, tant au point de vue de son analyse théorique qu'à celui des conditions et du succès de son application jusqu'ici, il se dégage une idée indiscutable, c'est celle relative à la faculté de ce système de maintenir la stabilité de la drachme au pair. En effet, nous avons toujours considéré comme le principal avantage du mécanisme introduit par la loi de 1910, son pouvoir de rendre impossible toute variation dans les cours du change. Cela, non seulement parce qu'il est capable de combler, au moyen de ses réserves de change à l'étranger, tout déficit éventuel de la balance des comptes, mais aussi parce qu'il possède en lui la force (à cause de la relation étroite qu'il a établie entre le montant de la circulation fiduciaire et la situation de la balance des comptes) de finir par ramener l'équilibre de cette balance, momentanément troublé (1).

Or cette dernière faculté s'est trouvée réduite à l'impuissance, par suite de l'arrêt du libre fonctionnement dans les relations économiques et monétaires mondiales qui a résulté de l'état de guerre. C'est ici l'autre aspect de la question qui nous a préoccupé dans la section précédente, au sujet des raisons qui ont pu per-

(1) Voir t. I, pages 107 et suivantes. Le déficit de la balance des comptes se traduisant par un resserrement de la circulation, ce dernier ne peut qu'abaisser les prix et provoquer ainsi un mouvement de créances sur l'étranger (élévation des exportations, etc...)

mettre l'inflation monétaire actuelle. Comme les entraves apportées par le bouleversement de la guerre ont déterminé, jusqu'au milieu de 1918, la persistance d'une balance des comptes essentiellement favorable (1), sans que l'abondance monétaire qui en est résultée soit arrivée à retourner la situation de cette balance, c'est ainsi que le déficit dans la balance économique qui s'est manifesté depuis cette date, pour les raisons que nous avons exposées, ne peut pas être corrigé par l'action du mécanisme de la loi I X M B, ce déficit ne pouvant plus provoquer un resserrement monétaire sensible, un accroissement dans les exportations, etc... (2).

Mais, s'il ne fallait plus compter sur ce pouvoir de redressement de la balance des comptes du système

(1) Indépendamment de la nature des facteurs qui peuvent être à l'actif de cette balance.

(2) Naturellement ce déficit ne pouvait pas plus être corrigé par une politique d'élévation du taux de l'escompte. Il est évident que si ce procédé classique ne pouvait exercer sur la balance des comptes de la Grèce qu'une influence secondaire, déjà avant la guerre (voir t. I, pages 131-132) il serait absolument inexact de penser que depuis cette dernière, une élévation, si importante soit-elle, du taux de l'escompte, pourrait faire rentrer de nouveaux capitaux en Grèce. Quant au maintien des capitaux dans le pays, il était assuré par le contrôle du marché des changes. Aussi, la Banque Nationale, après une élévation passagère du taux de l'escompte (8 0/0) au début de la crise (voir t. I, pages 214-215), maintint pendant toute la guerre ce taux au niveau d'avant-guerre c'est-à-dire à 6 1/2 0/0 et le réduisit même à 6 0/0 le 14 mars 1918 et à 5 1/2 0/0 le 6 septembre de la même année.

Tout au contraire, dans la plupart des autres pays, les difficultés qu'occasionna la crise de la guerre, le désir de redresser autant que possible la balance des comptes et les grands besoins financiers des Etats belligérants, amenèrent une hausse générale

Γ X M B (1), vu la situation monétaire internationale, cela ne pouvait point signifier que la fixité de la valeur internationale de la drachme courait un danger quelconque. Les réserves de change excessivement importantes de la loi Γ X M B auxquelles il faut ajouter celles très élevées des différentes banques y compris la Banque Nationale, étaient de nature à assurer largement la vaste réalisation du premier des deux avantages du système Γ X M B, que nous venons de rappeler, à savoir : permettre de satisfaire à toute demande supplémentaire de change, sans que les cours de ce dernier subissent le moindre écart. Aussi, le maintien de la stabilité de la drachme au pair, que la loi de 1910 lui avait assurée depuis cette date, apparaissait tout-à-fait possible, et la continuation de la politique de la parité de la drachme et du dollar, plus que jamais indiquée.

du taux de l'escompte, malgré le peu d'influence que cette hausse peut exercer dans les conditions actuelles.

Voici, en résumé, quelles ont été pendant la guerre les fluctuations du taux officiel de l'escompte des banques d'émission des principaux pays :

	Taux d'avant-guerre	Taux pendant la guerre
Banque de France	3 1/2 0/0	4 1/2 0/0 — 6 0/0 — 5 0/0.
Banque d'Angleterre.	3 0/0	4 0/0 — 8 0/0 — 9 0/0 — 10 0/0. — 6 0/0 — 5 1/2 0/0 — 5 0/0.
Banque de l'Empire Allemand . .	4 0/0	6 0/0 — 5 0/0.
Banque d'Autriche Hongrie . . .	4 0/0	5 0/0 — 8 0/0 — 6 0/0. 5 1/2 0/0 — 5 0/0.
Banque Néerlandaise.	3 1/2 0/0	4 1/2 0/0.
Banque de Norvège	5 0/0	6 0/0.
Banque Royale de Suède	5 1/2 0/0	6 1/2 0/0.
Banque Nationale Suisse	3 1/2 0/0	5 1/2 0/0.

(1) Circonstance d'ailleurs favorable, à notre avis, puisque c'est elle qui permettra, en se prolongeant, la déflation graduelle de la circulation fiduciaire.

Cette idée, heureusement, semblait également être celle du Gouvernement hellénique et de la Banque Nationale. C'est ainsi que, pendant les premiers mois de 1919, la politique de la parité entre le dollar et la drachme a été aussi strictement suivie qu'elle l'avait été depuis 1915 (1), de sorte que celui qui aurait voulu comparer encore à cette époque les cours du franc, par exemple, à New-York et à Athènes, à n'importe quelle date, aurait toujours trouvé que la perte du franc sur ces deux marchés était absolument identique.

Cependant, vers le milieu de 1919, il s'est produit sur le marché d'Athènes une certaine hausse du franc, de la livre sterling et des autres monnaies, par rapport aux cours simultanés de ces mêmes monnaies à New-York, ce qui a fini par déterminer également une hausse relative du dollar en Grèce, chose qui ne s'était jamais vue depuis 1915, voire même depuis 1910 (2).

§ 3. — *La demande extraordinaire de change.*

Il nous paraît intéressant d'indiquer ici, avec quelque détail, les raisons de ce mouvement, en apparence inexplicable, d'autant plus que cela nous permettra de

(1) D'ailleurs, une politique contraire n'aurait signifié autre chose que la violation de l'article 8 de la loi Γ X M B.

(2) Ce dernier mouvement s'est manifesté d'une façon pour ainsi dire officielle à la Bourse du 27 juillet, à laquelle le dollar, dont les cours jusque-là étaient strictement fixés à 5, 1963, a été coté (vente au comptant) à 5,25, cours que la Banque Nationale a accepté et enregistré. Ce mouvement de hausse, après un léger recul vers la fin du mois, a repris au mois d'août, et depuis, le dollar n'a plus jamais retrouvé le pair,

donner en même temps un aperçu de la situation du marché grec au lendemain de l'armistice.

Pour cela nous devons commencer par mettre en lumière un phénomène qui a constitué la note dominante du marché monétaire grec en 1919 et qui doit être considéré comme la cause indirecte de la baisse de la drachme. Ce phénomène consiste dans le fait que le mouvement de demande de change auquel on s'attendait à assister une fois la guerre finie et qui avait déjà commencé à se produire dans le courant de 1918 (1), a dépassé, en réalité, toutes les prévisions. Ce phénomène doit être attribué à deux catégories principales de causes (2) :

1° Le commerce grec, poussé par l'esprit de lucre et le crédit facile que les banques lui fournissaient (3), a importé, principalement d'Amérique et d'Espagne, des marchandises en quantités telles, qu'elles dépassaient de beaucoup les besoins immédiats du marché.

Une fois l'armistice venu, la surabondance de ces marchandises et l'optimisme exagéré qui escomptait un retour immédiat aux conditions économiques normales (4), ont provoqué une baisse rapide des prix, ca-

(1) Voir t. I, pages 347 et suivantes.

(2) En dehors de celle que nous venons de signaler et qui comprend la liquidation en Grèce des stocks alliés de l'Armée d'Orient, pendant les premiers mois de 1919. Mais il est inutile d'insister davantage sur cet élément exceptionnel du passif de la balance des comptes de la Grèce, puisqu'il n'a pu exercer, comme nous le verrons, qu'une action secondaire sur la demande de change, en présence des autres facteurs beaucoup plus importants, qui ont été à la base de ce mouvement.

(3) Voir t. I, page 349.

(4) Ainsi que le fait remarquer *M. Anastassiadès*, dans son

pable de faire naître une crise économique aiguë (1)

Devant cet état de choses, le Gouvernement hellénique a été obligé de permettre et même de faciliter la réexportation des marchandises importées, dans les pays voisins (2) (tels que la Roumanie, la Serbie, la Turquie ou la Russie méridionale), qui avaient un besoin urgent de marchandises de toutes sortes. Seulement, tous ces pays possédaient une monnaie dépréciée et c'est dans cette monnaie qu'ils réglèrent les commer-

article déjà cité : « ... L'armistice venu, les communications rendues plus faciles, le prix de la peseta et du dollar baissant, on ne put livrer à l'intérieur avec un bénéfice suffisant les marchandises acquises à un prix exorbitant, puisque de nouvelles commandes pouvaient être passées en Occident à meilleurs prix.... ».

(1) Cette crise aurait pu entraîner, non seulement la faillite de plusieurs commerçants, mais aussi des pertes colossales pour certaines banques, qui avaient accordé de grandes facilités de crédit aux importateurs.

(2) « ... Ce ne furent pas seulement les marchandises destinées à la clientèle hellénique qui s'accumulèrent ainsi au Pirée, mais encore celles qui devaient ravitailler les autres pays balkaniques et la Russie. Notre port devint ainsi le grand port de transit de l'Orient. Sans nulle exagération, on peut à l'heure actuelle, estimer la valeur de ces stocks à 500 ou 600 millions de drachmes... » *M. Anastassiadès, op. cit.*

Pour faciliter la réexportation de ces stocks ; « ... le Gouvernement décida la création de bureaux de vente à Constantinople et à Smyrne. Ces bureaux représentent les commerçants hellènes susceptibles d'exporter et empêchent entre eux une concurrence préjudiciable aux intérêts de tous ; ils agissent, enfin, avec la plus grande liberté souhaitable, puisqu'on les a laissés libres de liquider les marchandises qu'on leur fournissait à des prix variant, suivant les fluctuations du marché, entre un maximum et un minimum fixés par les exportateurs. La crise semble ainsi écartée définitivement. » *E. Tsoudéros, op. cit.* page 203 note 2.

çants grecs (1), lesquels, talonnés par un esprit de pure spéculation, s'empressèrent de passer de nouvelles commandes à l'étranger, dans le but de les réexporter dans les dits pays (2).

Il est clair que ce commerce de transit eut pour conséquence la diminution des réserves de change que la Grèce possédait en France, en Angleterre (3) et surtout en Amérique, et leur transformation en monnaies dépréciées, soit sous forme de dépôts restés à l'étranger (4), soit sous forme de papier-monnaie importé dans le pays (5).

(1) Ces derniers acceptaient ces monnaies étrangères en paiement d'autant plus volontiers qu'ils escomptaient une hausse prochaine de leur valeur.

(2) Il est évident que ces opérations s'effectuaient en violation du décret sur l'interdiction de sortie de capitaux, puisque la dérogation à cette interdiction prévue dans la loi, ne visait manifestement que le commerce d'importation dans un but de consommation sur place. Mais différentes considérations, telles que le désir de l'accroissement du mouvement du commerce et du port du Pirée, ou la circonstance que les marchandises réexportées étaient destinées, dans une certaine mesure, à des populations grecques, ont amené les autorités à être plus larges dans l'application du décret en question.

(3) Les commandes en Espagne ont été principalement payées par Paris, Londres et New-York, comme d'ailleurs cela se passait avant la guerre, étant donné que les transactions commerciales entre l'Espagne et la Grèce étaient jusque-là très rares et se soldaient toujours en déficit pour cette dernière.

(4) Certains des pays importateurs interdisant absolument la sortie des capitaux.

(5) Même s'il n'y avait pas d'interdiction de sortie de capitaux, du moins pour le règlement des marchandises importées, il était presque impossible de trouver sur les marchés importateurs des lettres de change sur Athènes.

Mais en dehors même du commerce de transit (1), le fait seul de ce mouvement exagéré d'importation de marchandises, s'il avait l'avantage de réapprovisionner abondamment le pays en articles de consommation (2), n'en entraîna pas moins un fléchissement rapide du montant des disponibilités grecques en change à l'étranger.

2° A cette première catégorie de causes qui entraî-

La présence en Grèce de toutes ces monnaies dépréciées, auxquelles vinrent s'ajouter celles apportées par les voyageurs et les réfugiés russes ou autres, détermina sur le marché d'Athènes une spéculation effrénée sur les cours du rouble, du lei, du mark, de la couronne, etc... Dans l'espoir d'un prochain relèvement des cours de ces monnaies, tout le monde s'empressait d'en acheter et provoquait ainsi leur hausse injustifiée à Athènes. Aussi les billets de banque ont-ils toujours été cotés sur le marché grec plusieurs fractions plus cher que les chèques tirés en ces monnaies, phénomène qui s'est, d'ailleurs, présenté un peu partout et que les besoins des voyageurs combinés avec l'interdiction de sortie de billets de banque des différents pays, suffisent à expliquer. Pourtant, les courants monétaires internationaux étant plus ou moins arrêtés et la cote des billets n'influençant pas celle des chèques, nous ne pensons pas que ce dernier mouvement ait pu contribuer directement, comme il a été dit, à la baisse de la valeur de la drachme que nous essayons d'expliquer ici. Son action a été seulement indirecte par la diminution des saines réserves de change qui était à sa base.

(1) On pourrait dire que l'inconvénient qu'on vient de signaler, au sujet de ce commerce, était largement compensé du fait que le port du Pirée devenait ainsi le centre du commerce de transit de tout le proche Orient. La réponse à cette question se trouvera dans les considérations qui vont suivre les présentes explications.

(2) L'importance de cet avantage apparaît quand on pense que, depuis, la rareté des produits dans le monde n'a point disparu et que leur cherté n'a généralement fait que s'accroître.

nèrent la sortie d'une très grande somme de capitaux, vint bientôt s'en ajouter une autre, laquelle n'aurait jamais pu produire ses effets si la commission chargée du contrôle des changes avait exercé ses fonctions avec la ponctualité voulue.

Les courants monétaires internationaux continuant, malgré l'armistice, à être endigués, par suite du maintien dans la plupart des Etats de la prohibition de sortie des capitaux (1), il se produisit sur les cours des valeurs grecques, comme d'ailleurs sur ceux de tous les titres ou fonds traités concurremment sur plusieurs places, un phénomène que le jeu de l'arbitrage n'aurait jamais permis de se produire en temps normal : les valeurs grecques étaient cotées sur certaines places étrangères et plus particulièrement à Paris (2), plusieurs fractions moins chères en drachmes qu'à la Bourse d'Athènes.

Dans ces conditions, les capitalistes grecs avaient tout intérêt à venir acquérir des actions ou des fonds helléniques à Paris en vue, soit de les conserver, soit de les expédier à Athènes pour les y revendre. Et quoique les décrets du mois de décembre 1917 (3), interdisaient absolument la sortie de capitaux dans un pareil but, l'ingéniosité des particuliers, la complicité des banques et la négligence de la Commission, se sont combinées pour violer la loi et pour permettre une fuite clandestine de capitaux (4). Et si l'on prend en consi-

(1) Avec des dérogations plus ou moins sévères selon les Etats.

(2) Par suite de la grande différence du change.

(3) Voir t. I, pages 309-340.

(4) Dont on pourrait évaluer le montant jusqu'à 100 millions de drachmes.

dération qu'une fois cette fuite rendue possible, elle a dû avoir lieu, non seulement dans un but de rapatriement de titres nationaux (1), mais aussi en vue de différents autres placements à l'étranger et de l'achat de toutes sortes de valeurs de spéculation (2) et même de billets de banque dépréciés (3), on voit l'abondance de la nouvelle saignée qu'ont pu subir les réserves de change que la Grèce possédait à l'étranger.

Néanmoins, si les deux mouvements que nous venons de suivre ont pu affaiblir, dans une certaine mesure, les réserves de change du pays et peut-être, par là, la

(1) Ici vient se placer une observation qui peut paraître embarrassante : si le mouvement que nous venons de constater avait l'inconvénient manifeste d'amoindrir les garanties sur lesquelles la fixité de la drachme est basée, n'avait-il pas aussi l'appréciable avantage de contribuer à la nationalisation des titres helléniques, juste au moment où les changes étaient exceptionnellement favorables à la Grèce ? — Dans les réflexions qui vont suivre on trouvera l'explication demandée, ainsi que la justification de l'attitude du Gouvernement grec à cet égard.

(2) Nous pouvons assurer que, déjà depuis 1918, de forts capitaux grecs ont été engagés à la Bourse de Paris, dont une partie provenait de remises venues de Grèce.

(3) Bien que, la sortie des billets de banque étant presque partout interdite, ce genre d'opérations n'a pas dû prendre, heureusement, de grandes proportions, les acheteurs ne pouvant que très difficilement faire venir en Grèce les billets achetés. En tout cas ces opérations, venant s'ajouter aux différentes autres sources d'entrée de monnaies dépréciées que nous venons d'indiquer (voir page 81, note 5), ont déterminé un placement extrêmement dangereux d'une grande partie de l'épargne grecque, dont les conséquences se font actuellement sentir par la baisse continue des monnaies achetées et les pertes qui en découlent, les détenteurs grecs de ces monnaies ne pouvant pas maintenir indéfiniment leur position.

confiance en la stabilité de la drachme dans la suite, ils n'étaient pas de nature à provoquer à eux seuls une baisse immédiate de sa valeur. Naturellement sans l'existence de la loi Γ X M B et les importantes réserves de change accumulées à l'étranger, une demande aussi marquée de traites sur l'étranger serait susceptible de provoquer sur le marché grec une hausse du dollar (ainsi que de la livre sterling et des autres devises) beaucoup au-dessus du pair, ce qui équivaldrait, tout simplement, à une baisse de la drachme très au-dessous du pair (1). Or, il ne pouvait pas être question d'un pareil danger, tout au moins imminent, car les grandes réserves de change que la Grèce continuait à posséder au dehors étaient encore capables (2) d'assurer la parité entre la drachme et le dollar (3).

Il faut donc rechercher ailleurs les causes directes de l'écart de la drachme de la parité du dollar.

§ 4. — *Le concours de circonstances ayant déterminé la baisse de la drachme.*

A partir du mois de mars 1919, vint s'ajouter un nouvel élément de perturbation des changes interna-

(1) Etant donné que même le pair de la livre sterling est loin d'exprimer actuellement, et cela durera probablement assez longtemps après la guerre, le pair absolu.

(2) Sous la condition, bien entendu, que la Banque Nationale continue toujours à fournir à guichets ouverts (sous réserve des formalités du contrôle) et aux cours de New-York, du change au marché, sur les réserves Γ X M B.

(3) Nous laissons ici provisoirement de côté la question de savoir si le principal chapitre de ces réserves, c'est-à-dire les avances alliées, pouvait être considéré effectivement comme immédiatement réalisable.

tionaux et c'est ce dernier événement qui devait avoir une répercussion fâcheuse sur la fixité du change grec et déterminer, en s'accroissant, la baisse, vers le milieu de 1919, des cours de la drachme, qui est l'objet des présentes explications. Il s'agit du mouvement de baisse très accusé de la livre sterling et surtout du franc à New-York (1). Le résultat de ce mouvement aurait dû être une baisse égale des monnaies ci-dessus sur le marché d'Athènes (2). Mais en réalité, cette baisse a été moins accentuée à Athènes qu'à New-York (3), chose qui a naturellement fini par entraîner pour la première fois une hausse du dollar au-dessus du pair à la Bourse d'Athènes. Essayons de dégager les causes de ce phénomène :

Les détenteurs grecs de francs et de livres sterling, espérant que la baisse rapide de ces monnaies ne serait que provisoire, se mirent à ajourner, autant que possible, leur vente aux banques d'Athènes. Tandis que, d'un autre côté, l'intérêt qu'il y avait à se procurer à ce moment, le change nécessaire pour le paiement des commandes passées ou à passer à l'étranger, et, d'une façon générale, à envoyer des capitaux à l'étranger, a fait que tout le monde s'empressait d'acheter du change sur Paris et Londres.

(1) La baisse du franc fut le résultat de l'interruption de l'ouverture de nouveaux crédits de la part de l'Angleterre et des Etats-Unis. Quant à la baisse de la livre sterling, qui fut d'ailleurs beaucoup moins accentuée, elle ne fut, en grande partie, que le reflet de la baisse du franc.

(2) Puisque les cours du franc et de la livre sterling étaient réglés, par la Banque Nationale, sur la base de la parité du dollar.

(3) D'une façon hésitante tout d'abord, mais qui devint de plus en plus suivie.

Quel devait être le résultat de ce nouvel élément d'un important et soudain déséquilibre entre la demande et l'offre de change sur le marché?

— Les différentes banques qui avaient des obligations à remplir sur Paris et Londres, pour le compte de leurs clients (1), étaient amenées à puiser dans leurs dépôts de change dans ces places, lesquels ayant été formés avant la baisse du franc et de la livre sterling, leur avaient coûté beaucoup plus cher. Pour éviter autant que possible cette perte, elles préférèrent offrir pour les francs et les livres sterling se trouvant sur le marché, un prix supérieur à leur cours à New-York, étant donné qu'elles n'étaient pas tenues à se conformer aux cours officiels fixés par la Banque Nationale en vertu de la loi de 1910, sur la base de la parité du dollar. D'un autre côté, elles furent amenées à ne plus céder du change sur Paris et Londres qu'à un cours supérieur à celui représentant la baisse de la valeur du franc et de la livre sterling par rapport au pair, ce qui était d'ailleurs leur droit absolu.

La conséquence naturelle de cette attitude des banques fut qu'il se produisit sur le marché libre un écart entre la drachme et le dollar, écart que le marché d'Athènes n'était pas disposé à faire disparaître tant qu'il voyait la tendance de la demande persistante de change sur New-York. C'est ainsi que se manifestèrent les premiers signes de la baisse de la valeur de la drachme.

(1) Obligations devenues plus considérables par suite des deux mouvements d'exportation de capitaux que nous venons d'indiquer, stimulés encore davantage par la nouvelle baisse.

Mais que faisait la Banque Nationale, qui, elle, était tenue, conformément à l'esprit de la loi Γ X M B et à la politique adoptée par elle, non seulement de maintenir la parité entre la drachme et le dollar, mais aussi de satisfaire à toute demande de change sur Paris et Londres, sur la base des cours de New-York (1)? En présence des pertes sensibles qu'elle eût éprouvées si elle eût tiré les traites demandées sur les dépôts Γ X M B déjà existants en France et en Angleterre et constitués à un cours du franc et de la livre sterling supérieur au cours actuel, elle prit la décision de convertir en livres sterling une grande partie de ces dépôts constitués en dollars, au cours de New-York (2). Ainsi, elle pouvait tirer sur ces dépôts des traites cédées au cours de la livre sterling à Athènes, sans subir la moindre perte du fait de la baisse de cette monnaie.

Si cette mesure prise par la Banque Nationale comportait un inconvénient dont les effets ne devaient pas tarder à se faire sentir, elle avait tout au moins l'avantage d'être conforme aux lois économiques naturelles et aux obligations légales de la Banque.

Il n'en fut pas de même au sujet d'une autre décision

(1) Car, en somme, on pourrait se demander : 1) pourquoi les particuliers ayant à faire des envois de fonds en France et en Angleterre, continuaient à s'adresser aux autres banques au lieu d'aller chercher du change aux cours de New-York auprès de la Banque Nationale ; 2) ou bien pourquoi les différentes banques n'allaient pas chercher à la Banque Nationale aux cours ci-dessus, le change sur Paris et Londres demandé par leurs clients ?

(2) Notons que nous devons cette information, qui paraît exacte, à des renseignements particuliers dignes de foi, mais que nous n'avons pas de documents officiels qui puissent la corroborer.

prise par la Banque Nationale dans cette circonstance : celle-ci en vue de diminuer autant que possible les pertes pouvant résulter de la vente de lettres de change sur Paris tirées sur les dépôts de la loi Γ X M B déjà constitués, n'a point réagi contre la hausse injustifiée qu'enregistrait le franc sur le marché (1).

Vraisemblablement poussée par la bizarre conception que pour maintenir la fixité de la drachme, il suffisait que le dollar continue à être coté au pair à Athènes, sans que les cours des autres monnaies soient en conformité avec cette parité, elle a concentré ses efforts pour empêcher la hausse du dollar, en cédant du change sur New-York au prix du pair (2), aussi bien aux particuliers qu'aux autres banques (3).

(1) Malgré tout, les cours de vente du franc de la part de la Banque Nationale, restèrent toujours un peu inférieurs à ceux des autres banques.

(2) *M. A. Spourghitis*, administrateur délégué de la Banque de l'Economie Nationale, dans un article paru dans l'*Economiste d'Athènes* du 16 septembre 1919, a très justement insisté sur cette anomalie de l'attitude de la Banque Nationale, qui ne tenait point compte du jeu des arbitrages et qui ne pouvait que finir par entraîner l'épuisement des réserves en dollars.

(3) Cela pour remédier au phénomène anormal qui consistait en ce que les commerçants pouvant s'adresser à la Banque Nationale payaient le dollar au prix du pair, tandis que les clients des autres banques le payaient sensiblement plus cher. C'est en conformité d'une circulaire du Ministère des Finances que la Banque Nationale s'est engagée à couvrir les autres banques en dollars. Il nous semble qu'il s'agissait là d'une obligation de la Banque Nationale découlant de l'esprit de la loi de 1910 et imposant la vente au taux fixé par cette loi aux autres banques, non seulement de dollars, mais de toutes autres monnaies dans lesquelles il y avait des réserves du compte Γ X M B.

Or, cette politique de la Banque Nationale, combinée avec celle des autres banques, qui consistait à faire hausser de plus en plus les devises sur Paris et Londres, devait avoir fatalement comme résultat une diminution rapide des réserves de change en dollars du compte Γ X M B (1).

En effet, à la forte diminution de ces réserves qui est résultée de l'opération de conversion en livres sterling qu'on vient d'indiquer, vint s'ajouter une demande de dollars plus forte que jamais, à cause de l'empressement du commerce d'importation (2) à acheter des dollars auprès de la Banque Nationale et surtout par suite du jeu de l'arbitrage (3), tandis que l'offre de

(1) Déjà réduites à un très faible montant (la fraction en dollars de l'avance alliée non comprise), étant donné que les besoins de change exceptionnels auxquels la Banque avait dû suffire jusque-là, consistaient surtout en traites sur New-York.

(2) Lequel avait évidemment tout intérêt à préférer l'Amérique aux autres pays pour passer ses commandes et à se hâter d'acquiescer le change nécessaire pour leur paiement, de crainte que la Banque finisse par suivre le mouvement du marché et par établir officiellement la hausse du dollar.

(3) Auquel l'anomalie injustifiée que présentaient à Athènes les cours simultanés des différentes monnaies étrangères, et plus particulièrement ceux du dollar et du franc, ouvrait un champ d'action inespéré. C'est ainsi que même pour les commandes passées, par exemple en France, le commerce d'importation avait tout intérêt à effectuer leur règlement par New-York, puisqu'avec 75 drachmes grecques, il pouvait avoir d'une part 100 francs français (au cours du jour) et, d'autre part, 14 dollars (à 5,35, pour ne prendre en considération que les cours réels des autres banques), lesquels valaient au même moment à Paris 114 fr. 80. De cette différence pouvaient évidemment profiter, par une simple opération d'arbitrage, non seulement les importateurs, mais tous ceux qui avaient des remises à faire à l'étranger.

dollars se réduisait sensiblement sur le marché pour des raisons analogues et devenait presque nulle quand il s'agissait de vendre à la Banque Nationale (1). Cet état de choses ne tarda pas, du reste, à provoquer une baisse à New-York du change sur Athènes (2).

Dans ces conditions, la Banque Nationale, en présence d'une diminution de plus en plus importante des réserves de la loi Γ X M B et impressionnée par les pertes que cette situation, en se prolongeant, pouvait entraîner si la drachme continuait à se maintenir au pair, a jugé qu'elle devait consacrer, en quelque sorte, la situation de fait (3). Aussi a-t-elle commencé par

(1) Il est clair que les exportateurs préféraient suivre n'importe quelle autre voie pour envoyer leurs connaissements en Amérique, que celle de la Banque Nationale. Mais ce qui est encore plus grave, c'est que les remises de fonds de l'Amérique à la Grèce, qui arrivaient à équilibrer presque jusque-là la balance des comptes entre ces deux pays (elles se sont élevées, rien que pour le premier semestre de 1919, à 200 millions de drachmes), avaient maintenant tout intérêt à s'effectuer par Londres ou Paris puisque, avec 1.000 dollars à New-York, on pouvait avoir 8.200 francs à Paris qui, convertis en drachmes au taux de 0,73, rapportaient 5.984 drachmes, tandis que si ces dollars étaient venus directement, ils n'auraient procuré que 5 300 drachmes.

(2) Quoique la drachme ne soit pas cotée officiellement à la Bourse de New-York, on peut toujours tenir compte des cours du marché libre sur lequel la drachme était quand même négociée, qu'il s'agisse de chèques ou bien de billets de la Banque Nationale.

(3) Car, en définitive, la Banque Nationale a compris qu'elle se trouvait dans une impasse de laquelle il fallait sortir, en établissant d'une façon ou d'une autre, une concordance entre les cours des différentes devises étrangères. Or, si elle ne voulait pas subir toute la perte de change résultant de la baisse de la livre sterling et surtout du franc, en imposant au marché pour ces monnaies

élever son prix de vente du dollar de 10 0/0 environ, par rapport à la parité, ce qui a forcément stabilisé la hausse du change sur les autres places (1).

Dès lors, une tendance se dessina, de la part de la Banque, à s'éloigner de la parité du dollar pour se rapprocher de celle de la livre sterling, tendance basée sur les fortes disponibilités helléniques à Londres, accrues par suite des mouvements que nous venons d'indiquer (2). Et cet état d'incertitude a continué depuis, jusqu'à la fin de 1919 (3), avec des variations constantes et plus ou moins accentuées des changes. Aussi la livre sterling, après s'être maintenue jusqu'au mois de novembre à un taux plus ou moins inférieur au pair, se fixa depuis aux environs de 25,40, ce qui lui assurait une légère prime sur la drachme (4). Quant au dollar,

une baisse égale à celle qu'elles subissaient à New-York, il lui fallait bien se décider à s'éloigner de la parité du dollar et à laisser ainsi se produire une certaine hausse de cette monnaie au-dessus du pair sur le marché d'Athènes.

(1) Malgré tout, la drachme continuait toujours à assurer au début, une prime d'environ 20/0 sur la livre sterling, de 37 sur le franc français et de 61 unités sur la lirette.

(2) Transfert des disponibilités de la Banque Nationale des Etats-Unis en Angleterre, remises d'Amérique effectuées par Londres, etc.

(3) Et les premières semaines du mois de janvier 1920, c'est-à-dire jusqu'à l'époque (22 janvier) où le marché a été (avec certaines atténuations) laissé libre de fixer les cours du change, ce qui a déterminé une hausse encore plus accentuée des devises étrangères.

(4) Nous verrons plus loin quelles sont les raisons de ce dernier mouvement, qui semble être le résultat d'une décision officielle et d'une nécessité pratique.

en conséquence de cette orientation de la drachme vers la livre sterling et de la baisse de plus en plus accentuée de cette dernière monnaie à New-York, ses cours n'ont presque pas cessé de s'élever à Athènes, en lui assurant une moyenne de prime de vente de 20 0/0 et en finissant par le faire dépasser 7 drachmes au commencement de janvier 1920. Pour le franc, enfin, sa baisse rapide dans le courant du deuxième semestre de 1919, ne pouvait que déterminer un mouvement analogue en Grèce, malgré l'écart progressif de la drachme de la parité absolue (1).

Le tableau suivant confirme ces explications :

Cours des changes
(Moyennes mensuelles)

1919	Sur Paris	Sur Londres	Sur New-York
Janvier.	95,30	24,813	5,1963
Février.	95,50	24,847	5,1963
Mars.	91,33	24,819	5,1963
Avril	86,61	24,53	5,1963
Mai	82,08	24,522	5,1963
Juin	81,51	24,32	5,1963
Juillet.	74,31	23,53	5,1999
Août	72,23	24,407	5,7590
Septembre	69,776	24,598	5,8324
Octobre	62,9719	23,106	5,4423
Novembre.	60,767	24,288	6,0087 (2)

La Banque Nationale n'a donc pas cru pouvoir appliquer jusqu'au bout sa politique de réglementation du

(1) Voir page 68, note 1.

(2) Ce tableau est établi d'après les chiffres du *Bulletin du mouvement des titres dans la Bourse d'Athènes*, publié mensuellement par le Ministère de l'Economie Nationale. Il comprend les moyennes du prix de vente au comptant à la Bourse d'Athènes.

Au moment où nous écrivons, le Bulletin du mois de décembre

change sur la base de la parité du dollar, politique que nous avons quand même considérée plus haut comme très possible.

Comment faut-il juger cette décision de la Banque Nationale et l'attitude du Gouvernement à son égard, qui ont fini par permettre et par consacrer la diminution de la valeur de la drachme, ce qui n'était pas arrivé depuis 10 ans et ce qui est en contradiction manifeste avec la législation monétaire du pays ?

— C'est ce que nous allons examiner dans la section suivante. Cette étude nous permettra, d'ailleurs, de voir comment une fois engagé dans cette voie, un mal en entraînant un autre, on a pu pousser la drachme à la baisse de plus en plus sensible que nous nous sommes borné jusqu'ici à constater, et comment on a été finalement amené, au commencement de 1920, à s'écarter franchement du système F X M B et à inaugurer une nouvelle politique de change sauvegardant encore moins la fixité de la drachme.

n'avait pas encore paru. Pour éviter toute inexactitude, nous n'avons pas voulu nous baser sur les renseignements des journaux grecs et français pour établir la moyenne du change de ce dernier mois. Cependant, ainsi qu'il ressort de ces renseignements, cette moyenne révèle une nouvelle hausse des devises étrangères sur la place d'Athènes, la livre sterling ayant dépassé, comme nous venons de le voir, le pair de la drachme.

On pourra remarquer la baisse que révèle le mois d'octobre. En effet, pendant ce mois et jusqu'au 8 novembre, la livre sterling était de nouveau cotée aux environs de 23 drachmes, tandis que le dollar, depuis le 15 du mois d'octobre s'est fixé à 5,37 1/2 et est resté invariablement à ce cours jusqu'au 8 novembre. Mais à la séance suivante (le 11 novembre), la livre monta subitement à 25,30 et le dollar à 6,19 et depuis, ce dernier a poursuivi son mouvement ascensionnel. Les explications des sections suivantes feront apparaître les raisons de ce mouvement.

SECTION II

L'attitude du Gouvernement et de la Banque Nationale concernant la baisse de la drachme.

§ 1. — *L'absence de toute politique de change pendant le deuxième semestre de 1919.*

Si l'on s'en tient aux explications qui précèdent sur les raisons qui ont pu provoquer la baisse de la drachme, cette baisse se présente comme l'effet direct d'une anomalie exceptionnelle, elle-même le résultat d'un enchaînement de circonstances qui poussaient le marché monétaire grec vers la hausse des devises étrangères. Mais la cause réelle de cette anomalie et de l'influence qu'elle a pu exercer sur le change, réside dans la situation difficile créée par la baisse des deux monnaies dans lesquelles plus des 2/3 des réserves de change du pays étaient constituées, juste au moment où, la balance des comptes de la Grèce étant devenue défavorable, il fallait puiser dans ses réserves pour combler le déficit.

Or, le concours de ces deux derniers faits s'était déjà présenté depuis les premiers mois de 1919 et leur coexistence, en se prolongeant et en s'accroissant de plus en plus, prenait manifestement un caractère permanent et était de nature à faire prévoir le maintien de cet état de

choses pendant un temps difficile à déterminer, mais en tout cas prolongé.

Dans ces conditions, le Gouvernement et la Banque possédaient déjà, avant l'apparition de la crise de change qui vient d'être décrite, tous les éléments nécessaires pour décider si le maintien de la politique de la parité avec le dollar était possible et opportune dans l'avenir et, en cas de négative, pour établir la nouvelle politique de change qu'il y aurait lieu de lui substituer.

Et il y avait tout intérêt à ce que cette décision, malgré l'étude approfondie et difficile des multiples facteurs qu'elle suppose, soit prise le plus tôt possible. Si on avait adopté une politique de change précise dès le premier semestre de 1919, les perturbations que nous venons de constater ne se seraient jamais produites. Or, même après l'apparition de cette anomalie monétaire sur le marché grec, on a laissé s'écouler toute l'année 1919 sans aboutir à une solution.

Quelle devrait donc être la meilleure détermination à prendre, en présence des conditions monétaires nouvelles ?

C'est là une question très délicate à laquelle il est difficile de répondre avant de se placer dans le cadre des conditions économiques et monétaires dans lequel cette détermination devait être prise, et surtout avant d'avoir considéré cette question sous les différents aspects extrêmement complexes sous lesquels elle doit être étudiée. Aussi, notre opinion à ce sujet, qui apparaîtra déjà dans les pages qui vont suivre et qui seront consacrées à l'étude des faits tels qu'ils se présentaient pour le Gouvernement et la Banque Nationale, ne sera définitive-

ment exprimée que dans le chapitre suivant dans lequel, après avoir essayé d'établir le pour et le contre des différentes solutions qu'il y aurait lieu d'adopter, nous indiquerons la politique monétaire que la Grèce devrait, nous semble-t-il, suivre dans l'avenir (1).

Il importe donc avant tout de s'attacher à approfondir la situation monétaire en 1919, en suivant les faits tels qu'ils se sont déroulés jusqu'au moment où nous allons terminer le présent ouvrage. En se plaçant sur ce terrain, il faut commencer par mettre en évidence une chose essentielle : tant que le Gouvernement n'avait pas abouti, avec le concours de la Banque Nationale, à une décision relativement à la politique monétaire à suivre en présence de la nouvelle situation, cette dernière banque aurait dû maintenir le fonctionnement intégral du système F X M B conformément à l'esprit de la loi de 1910, toujours en vigueur, et à la façon dont cette loi avait été appliquée depuis 1915. Il était donc de son devoir d'empêcher tout mouvement du marché vers la hausse (2), en maintenant les cours de toutes les de-

(1) Il nous paraît plus intéressant, en effet, d'entreprendre l'étude de la politique monétaire qui s'impose à la Grèce dans le sens de ce qui devra se faire dans l'avenir, plutôt que dans celui de ce qui aurait dû être fait dans le passé, ce qui donnerait à cette étude un caractère trop académique.

(2) Il n'y a pas de doute possible que l'attitude des autres banques et du monde des affaires, rendait énormément difficile cette tâche pour la Banque Nationale. Il ne faut cependant pas oublier que ceux-là ne faisaient que poursuivre ce qu'ils croyaient être leur intérêt, ce qui était, en somme, leur droit absolu. La Banque Nationale, au contraire, avait une mission autrement élevée à remplir : la sauvegarde des intérêts généraux de la communauté en matière monétaire, et un devoir autrement impérieux à accomplir : l'observation de la législation monétaire

vises étrangères au niveau résultant de la parité absolue entre la drachme et le dollar (1).

Quant au Gouvernement, tout en prenant les mesures utiles pour endiguer, jusqu'à l'adoption d'une politique précise, le courant de demande de change sur l'étranger, il aurait dû imposer à la Banque Nationale le respect des lois monétaires du pays, dont elle était la gardienne. Au lieu de cela, il a été permis à la Banque Nationale de s'abstenir de l'application de ces lois (2)

du pays ; mission et devoir qu'elle devait toujours placer beaucoup plus haut que son intérêt personnel.

En tout cas, une discussion assez vive s'engagea dans la presse hellénique à seule fin de savoir quel était le principal responsable de la baisse de la drachme. Y prirent part, entre autres économistes, les directeurs des différentes banques, les uns faisant retomber sur les autres cette responsabilité. Parmi les articles s'occupant de cette question spéciale, signalons ceux de *M. Spourghitis* (déjà cité page 89, note 2), de *M. Georgiadès* (« *Economiste d'Athènes* » du 23 septembre 1919), ainsi qu'un article signé « *Spécialiste* » et paru dans le journal d'Athènes « *Hestia* » du 21 août 1919. Nous nous sommes efforcé de ne point nous laisser influencer par les arguments des uns et des autres, et nous avons attribué à chacun la part de responsabilité qui, à notre sens, lui incombe.

(1) En fournissant aux particuliers, comme depuis 1915, les dollars au pair et les autres monnaies aux cours de New-York, et en couvrant les banques, à ces mêmes cours et au moyen des réserves *Γ Χ Μ Β*, du change dont elles avaient besoin.

(2) Il ne serait peut-être pas faux d'attribuer l'indécision et le manque de fermeté du Gouvernement en la circonstance, à l'absence de *M. Vénisélos*, retenu à cette époque à Paris, par la Conférence de la Paix. Car le Président du Conseil avec la rectitude de jugement, l'esprit de décision et la tenace persévérance qui le caractérisent, n'aurait certainement pas hésité à faire rentrer la Banque dans la légalité, d'autant plus que son opinion personnelle était solidement attachée au maintien du système *Γ Χ Μ Β*.

et de laisser se produire un mouvement de hausse et de désordre des changes, justement lorsque son intervention était nécessaire pour l'empêcher et qu'elle avait la force de le faire disparaître (1).

Ajoutons cependant, dès à présent, afin de justifier l'attitude du Gouvernement, que son indécision est due pour beaucoup aux difficultés qu'il a rencontrées pour faire accepter par la Banque Nationale et le monde des affaires sa manière de voir sur la politique monétaire à suivre, qui consistait à maintenir l'application du système $\Gamma X M B$ et qui était, par conséquent, la seule juste, mais qui allait à l'encontre des intérêts de ces derniers (2).

(1) L'attitude du Gouvernement a été l'objet d'attaques violentes et souvent injustifiées. Nous nous abstenons de parler des différents articles écrits dans ce but, puisque la plupart d'entre eux, loin de s'inspirer d'un esprit purement scientifique, servent généralement les intérêts personnels ou les idées politiques de leurs auteurs. Aussi, est-il curieux de constater l'antithèse suivante : tandis que pour nous le reproche qu'on pourrait adresser au Gouvernement est de ne pas avoir su imposer à temps sa politique de change, consistant à conserver le système $\Gamma X M B$, et celui de s'être décidé à l'abandonner dans la suite ; les attaques dont on parle étaient, au contraire, toutes portées dans un sens de blâme contre le Gouvernement pour son intervention sur le marché des changes, et préconisaient la liberté absolue de ce marché dans la fixation des cours. L'erreur qui est à la base de cette conception se vérifiera à l'aide de nos explications ultérieures. Sa source pourrait peut-être être trouvée dans une circonstance que nous avons déjà fait remarquer plus haut (voir page 36 note 1) et qui consiste dans la connaissance incomplète, par la plupart des économistes grecs, du mécanisme, des avantages et des effets du système $\Gamma X M B$.

(2) L'opinion du Gouvernement se trouve nettement exprimée et les considérations que nous venons de faire absolument con-

En tout cas, ce fut le fait d'avoir permis un premier fléchissement de la drachme qui a été, à notre avis, la source de tout le mal, la confiance étant une chose très sensible et très difficile à raffermir une fois ébranlée. Et ce fut l'absence de remèdes énergiques et efficaces, une fois le mal apparu, qui a été la cause de son aggravation, car le résultat de cette hésitation a été de priver en fait le pays des principaux avantages de son système F X M B sans lui avoir rendu tout au moins les avantages de la liberté en matière de change.

firmées par M. Vénisélos lui-même, dans un discours prononcé devant le Congrès des représentants des Chambres de Commerce, des banques et du monde des affaires en général, que le Gouvernement a convoqué au mois de novembre dernier pour délibérer sur la question du change. Comme on le verra dans le passage de ce discours que nous reproduisons ci-dessous, M. Vénisélos n'a pas manqué d'attribuer aux banques et surtout à la Banque Nationale, leur responsabilité dans la baisse de la drachme, sans toutefois méconnaître certaines faiblesses dans l'attitude du Gouvernement :

«... Quand j'ai reçu à Paris la dépêche de la Chambre de Commerce, par laquelle on demandait mon intervention pour la réglementation du change, j'ai été étonné en voyant que le monde commercial et industriel de la Grèce, si j'ai bien interprété le sens de la dépêche, tendait vers la conception qu'il nous fallait nous éloigner de la parité du dollar, de la monnaie saine. Je comprenais bien pourquoi les banques voulaient que nous nous écartions de cette parité, mais je ne pouvais pas comprendre pourquoi le monde commercial et industriel pouvait être en cela d'accord avec les banques. Personne plus que le monde commercial et industriel n'a un plus grand intérêt à ce que notre monnaie soit absolument saine, car en dehors des autres avantages, la saine monnaie possède celui d'être stable et vous connaissez quelle est la valeur de cette qualité. Voilà les remarques que j'avais à faire au monde commercial et industriel et je crois que lorsque le congrès aura l'occasion d'étudier cette question, et

En effet c'est une politique hybride et empirique, ou plutôt le manque de toute politique de change, qui caractérise le deuxième semestre de 1919. Or, ce fut bien la prolongation de cette incertitude qui, en encourageant le fléchissement de la confiance en la drachme, en laissant toute latitude à l'action de la spéculation et en contribuant à accroître davantage le déficit de la balance des comptes, a abouti à l'aggravation de la situation et à la création d'un état de choses qui a fini par décider le Gouvernement à adopter une politique qui abandonnait partiellement le système T X M B comme base du système monétaire de la Grèce.

il l'aura, il aboutira à la conclusion que le pays a un intérêt suprême à conserver la monnaie saine et que, plus que tout autre, le monde commercial et industriel s'intéresse à cela.

« Maintenant vous me direz : — Croyez-vous encore en ce moment que notre monnaie fiduciaire peut être conservée absolument saine, que nous pouvons revenir à la parité du dollar ? Sans exprimer d'opinion définitive, j'ai peur que non et cela, car, d'une part, une partie des réserves à l'étranger a diminué sensiblement par l'insuffisance des mesures gouvernementales, mais aussi, je dois le dire, par l'insuffisante collaboration du monde de la finance. Je suis donc d'avis qu'il est difficile aujourd'hui de revenir à la parité du dollar, mais j'estime indispensable d'exprimer des plaintes contre le monde des banques de la Grèce, et contre la *Banque Nationale de Grèce, en tant qu'organisme, non pas privé, mais avant tout gouvernemental, car en cela, elle a pris des décisions pour s'éloigner de la parité du dollar sans traiter préalablement la question avec le Gouvernement, sans se concerter avec nous, de sorte que nous nous sommes trouvés devant un état de choses sur lequel nous n'étions pas avertis*. Et à cause du facteur psychologique qui intervient dans la réglementation du change, peut-être plus encore que la balance de l'importation et de l'exportation, vous comprenez combien il est difficile désormais de revenir à la parité du dollar... »

§ 2. — *Le maintien du contrôle sur le marché des changes.*

Ainsi que nous venons de le voir, l'une des mesures que la situation imposait au Gouvernement jusqu'à ce qu'il prit une décision relativement à la politique de change à suivre dans l'avenir, était de réduire autant que possible les demandes de change sur l'étranger.

En effet, quelle que fût l'importance des réserves de change que le pays pouvait posséder au dehors (1), le Gouvernement ne pouvait voir d'un œil indifférent l'épuisement de ces réserves, d'autant plus que le besoin d'y recourir largement se manifestait juste à un moment de crise cambiale en France et en Angleterre, crise qui avait poussé la Banque à permettre la baisse de la drachme.

Aussi, le Gouvernement comprit-il que la fuite considérable de capitaux à l'étranger, était pour beaucoup le résultat de dérogations à l'esprit et aussi à la lettre des décrets ayant introduit l'interdiction de sortie (2), et celui de transactions qui n'auraient jamais dû avoir lieu (3). Mais dès que leurs effets commençaient à se faire sentir, il était de toute urgence d'en empêcher le

(1) Nous examinerons cette question dans le paragraphe suivant.

(2) Voir t. I, pages 309-310.

(3) Comme nous venons effectivement de le constater, parmi les principales causes de la diminution des réserves l'X M B se trouvaient, d'une part, la transformation d'une partie de ces réserves en monnaies dépréciées et en dépôts dans des pays qui ne sont pas créanciers de la Grèce et qui interdisent la sortie des capitaux et, d'autre part, la spéculation sur le change et les opérations d'arbitrage, dont les différentes banques ont donné le signal. Voir pages 78-85.

renouvellement. C'est ce que le Gouvernement a fait en prenant des mesures radicales.

Il a réorganisé la Commission des changes et lui a donné des instructions particulièrement énergiques, il n'a plus permis la sortie de change que pour l'achat de marchandises destinées à la consommation intérieure, il a édicté des sanctions sévères contre les institutions bancaires accusées de violation de la loi, enfin il a rappelé à l'attention des banquiers l'interdiction de sortie de capitaux et leur a montré sa ferme résolution de ne plus permettre aucune transaction destinée à la tourner. Cette attitude énergique n'a pas manqué de donner des résultats appréciables.

On ne peut donc que reconnaître que le Gouvernement a fait, à ce point de vue, ce que les circonstances lui imposaient.

Cependant cette politique de maintien de l'interdiction gouvernementale sur le marché des changes n'a pas manqué d'attirer des critiques assez violentes, inspirées, pour la plupart, des avantages généralement connus de la liberté en matière économique (1), et basées plus particulièrement sur des arguments relatifs à l'intérêt qu'il y aurait à développer le commerce de transit (2) et à favoriser la nationalisation des titres grecs (3), arguments auxquels on aurait pu ajouter ce-

(1) Ce n'est que dans le chapitre suivant, comme nous l'avons déjà dit, que nous nous occuperons des principes qui doivent inspirer la Grèce dans sa politique monétaire et son choix entre une liberté absolue ou une intervention basée sur le système R X M B.

(2) Voir page 82, note 1.

(3) Voir page 84, note 1.

lui d'après lequel la sortie des capitaux représentait le facteur primordial du resserrement de la circulation (1).

Malgré ces considérations auxquelles nous avons déjà fait allusion, nous croyons fermement que le Gouvernement avait absolument raison de maintenir et d'appliquer aussi strictement que possible le contrôle sur le marché des changes, du moins tant que sa politique monétaire continuait d'être basée, en principe, sur le système F X M B (2) ; voici pour quelles raisons (3) :

1^o L'interdiction de sortie de capitaux a été introduite en Grèce en exécution d'une clause expresse des accords financiers passés entre les Alliés et la Grèce au

(1) Voir page 65, note 1.

(2) Il est intéressant de constater ici que le maintien de l'intervention gouvernementale en matière de change, qui constitue, à notre avis, le côté le plus heureux de l'attitude du Gouvernement en présence de la crise mondiale devant laquelle il s'est trouvé, est précisément la mesure qui a rencontré en Grèce le plus de critiques. La cause doit en être attribuée, non seulement à des raisons d'intérêt privé et de polémique antigouvernementale inspirant cette campagne (voir page 99, note 1), mais aussi à ce que le point de vue auquel nous nous plaçons est tout différent, puisqu'il est basé sur la considération d'après laquelle, tant que le système monétaire de la Grèce continuait à être, en principe, basé sur la loi de 1910, et indépendamment de la question de savoir si cette solution était ou non la meilleure, le maintien du contrôle s'imposait, étant absolument inséparable du système F X M B, tant que ce dernier était obligé de fonctionner dans le milieu monétaire mondial de l'année dernière.

(3) L'étude qui va suivre sera donc d'autant plus intéressante qu'elle sera de nature à donner une réponse aux différentes questions que nous nous sommes posées jusqu'ici et qui, toutes, pouvaient nous faire hésiter sur l'opportunité du maintien de la surveillance exercée actuellement sur le marché des changes.

début de 1918 (1). Cette circonstance constitue déjà, tant que la Grèce n'est pas libérée de cet engagement, un argument de droit en faveur du maintien du contrôle sur le change, dont on ne peut pas se dissimuler l'importance.

2° Au moment d'une baisse de plus en plus considérable de la livre sterling et surtout du franc, l'intérêt qu'il y avait de réduire le déficit de la balance économique de la Grèce et, par conséquent, de restreindre la nécessité de recourir aux réserves F X M B pour le combler est manifeste, puisque la fourniture au public de traites sur ces réserves ne pouvait s'effectuer sans une perte de change sensible, que cette perte regarde le Trésor ou la Banque (2).

3° Une politique contraire de la part du Gouvernement n'aurait eu d'autre conséquence que l'épuisement de l'avoir disponible que la Grèce possédait encore à l'étranger (3) et, conséquemment, la nécessité de recourir à la réalisation des avances consenties par les Alliés, chose que le Gouvernement grec était arrivé à éviter complètement jusque-là. Bien que cette réalisation constituât un droit pour la Grèce, on ne saurait méconnaître le fait que les Gouvernements Alliés auraient pu présenter ou éprouver certaines difficultés à mettre à la disposition de la Grèce les sommes pro-

(1) Voir t. I, pages 308 et suivantes.

(2) Les explications que nécessite cette question capitale des pertes, seront mieux placées dans les pages qui vont suivre.

(3) Nous avons déjà indiqué quelles sont les différentes catégories de disponibilités qui doivent ici être prises en considération, Voir t. I, page 300, note 2.

mises (1) et, par conséquent, l'obligation morale et l'intérêt du Gouvernement d'Athènes à reculer, par tous les moyens en son pouvoir, le moment où la réalisation des avances en question deviendrait inévitable.

4° En dehors de toutes ces considérations, il y avait encore un autre intérêt manifeste pour la Grèce à ne pas laisser les capitaux disponibles du pays fuir à l'étranger, car ces capitaux sont destinés à servir, non seulement à la reconstruction de tout ce que la Grèce a perdu dans la guerre (2) et à la mise en œuvre de toutes les forces productives du pays (3), mais aussi à la couverture de prochains emprunts intérieurs, absolument indispensables pour équilibrer le budget de l'Etat (4). Tant qu'on voit subsister dans le monde en-

(1) Sinon par suite des difficultés financières contre lesquelles presque tous les Etats luttent en ce moment, du moins pour d'autres raisons relatives à la rigidité des clauses des accords interalliés qui retiendra plus particulièrement notre attention dans les pages suivantes.

(2) Inutile d'insister une fois de plus sur ce que le grand vide en instruments de production laissé par la guerre et le ralentissement actuel de la production mondiale, n'avaient et n'ont pas encore permis à la Grèce, entre autres, de reconstituer sa Marine marchande, de se procurer les matières et articles dont elle a absolument besoin pour sa production agricole et industrielle, etc.

(3) Parce que les effets désastreux de la guerre sur l'économie nationale (mobilisation, incertitude dans l'avenir, spéculation effrénée, etc.) n'ayant pas encore cessé, surtout pour la Grèce, les capitaux disponibles ne se décident que lentement (à part quelques exceptions) à fonder de nouvelles entreprises.

(4) Il est clair que tant que les principales Puissances continueront à se trouver en face de difficultés financières, économiques et monétaires et, par conséquent, tant qu'elles persiste-

tier la même politique des portes fermées et la même insuffisance de la production, par conséquent, tant que la Grèce ne peut pas espérer obtenir à l'étranger l'argent, les matières premières et les autres instruments de production dont elle a absolument besoin (1), on ne voit pas pourquoi le Gouvernement hellénique ne suivrait pas l'exemple de pays beaucoup plus puissants et plus riches que la Grèce (2) et n'empêcherait pas l'exode de ses disponibilités.

Les considérations ci-dessus nous semblent décisives ; et nous estimons que l'attitude du Gouvernement hellénique, quant au maintien du contrôle sur le marché des changes, était absolument justifiée (3).

ront à interdire la sortie de leurs propres capitaux et à surveiller leurs marchés respectifs, la Grèce ne peut pas beaucoup espérer en l'obtention d'emprunts extérieurs, surtout immédiatement réalisables.

(1) Non seulement au point de vue de ses finances publiques, mais aussi et surtout à celui de son économie nationale en général.

(2) Il est manifeste que le régime des changes du monde entier est encore loin d'être revenu à son fonctionnement normal. Aussi, même les Etats-Unis, s'ils ont permis dernièrement chez eux l'achat et la vente libre de change sur les autres places, ont maintenu leur interdiction pour le change sur la Russie, l'Allemagne, l'Autriche, etc.

(3) On ne doit d'ailleurs pas oublier que l'interdiction de sortie de capitaux ne s'appliquait toujours pas à ceux employés à l'importation de marchandises de toutes sortes, nécessaires soit à la production, soit à la consommation intérieure. Les nouvelles mesures prises relativement au contrôle des changes, loin de gêner le commerce, de retarder sans raisons la reprise des relations économiques internationales et d'entraîner le maintien de la cherté de la vie, ne visaient qu'à resserrer, d'une part, la sur-

Si cette attitude pouvait et peut retarder ou même entraver certains mouvements, tels que le resserrement de la circulation, la nationalisation des titres grecs (1), ou bien l'établissement d'un commerce de transit au port du Pirée (2), mouvements qui auraient tous des

veillance pour empêcher la sortie clandestine de capitaux pour des raisons autres que celles du commerce, et à interdire, d'autre part, d'une façon absolue, la réexportation des marchandises déjà importées.

Une pareille politique de la part du Gouvernement, tandis qu'elle sauvegardait les intérêts généraux du pays (qui ne devaient plus être sacrifiés aux intérêts de quelques spéculateurs), facilitait la tâche de la Banque Nationale qui devait consister à vouloir atteindre et maintenir la parité de la drachme et du dollar.

(1) Qu'il s'agisse de fonds d'Etat ou de valeurs de banque, industrielles ou autres. La politique du Gouvernement grec, étonnante de prime abord, qui consiste à empêcher le mouvement de nationalisation des titres helléniques, a attiré l'attention de la revue française *L'Europe Nouvelle*, laquelle dans son numéro du 18 octobre 1919, et dans sa chronique hebdomadaire sur l'*Arbitrage*, se demandait, entre autres, quel peut être : « l'intérêt du Gouvernement hellénique et du pays, d'empêcher ses capitaux de venir acquérir, à la faveur du change favorable, à Paris, des actions helléniques plutôt que de les payer quelques fractions plus cher à Athènes... »

Les considérations du texte ci-dessus nous semblent devoir satisfaire la légitime curiosité de la revue en question. D'ailleurs, en nous basant sur ces mêmes considérations, nous avons adressé à *L'Europe Nouvelle*, en réponse à ses réflexions ci-dessus, une lettre qui a été publiée dans son n° du 8 novembre 1919, sous le titre : *A propos du Change grec*.

(2) La politique du Gouvernement au sujet du commerce de transit, a été exposée avec une clarté de vue remarquable par M. Venisélos, dans son discours d'ouverture du Congrès du change déjà mentionné (voir page 99, note 2).

« ...Je vous exposerai, maintenant, — a-t-il dit — mes conceptions relativement au commerce de transit. Personne plus que

résultats particulièrement heureux sur la situation économique de la Grèce en général, elle a cependant des

moi ne rêve et n'ambitionne pour notre pays, le développement du commerce de transit. Je crois que nous en aurons de grands centres, surtout dans les ports du Pirée, de Salonique et de Smyrne. Ma croyance dans le développement de ce commerce est forte. Il est cependant de mon devoir de dire que celui qui s'est effectué pendant l'année courante n'est pas celui que j'ambitionne voir se développer. Le commerce de transit que je désire est celui que réussiront à nous donner l'organisation et l'armement de nos grands ports, de telle sorte qu'ils deviennent des centres d'attache des grands navires aux moindres frais, de façon à ce que nous arrivions à faire ce qui se fait à Trieste, à Gènes et à Marseille.

« Mais qu'est-ce que le commerce de transit qui s'effectue pendant l'année courante ? Tous les pays veillent à leur monnaie. Même les pays industriels, grands et riches, la guerre étant terminée, ne sont point disposés à donner des crédits à l'étranger pour faciliter l'exportation de leurs produits industriels. Et ce n'est pas seulement aux pays qui sortent de la guerre avec des finances troublées qu'on ne fournit pas de crédits, mais encore à ceux qui sortent de la guerre avec des finances prospères, parmi lesquels la Grèce peut être comptée. Et tandis que les pays industriels ne nous fournissent pas de crédit pour l'importation de chez eux en Grèce, nous, en surestimant nos forces économiques, nous avons dit à l'Angleterre et à l'Amérique : pourquoi vous tourmentez-vous pour l'exportation de vos produits ? Si vous ne voulez pas faire de crédit, nous devenons vos banquiers et ceux des autres pays, et nous nous chargeons de fournir nous-mêmes ces crédits. Voilà le commerce de transit qui s'est effectué pendant l'année courante. Je vous le demande, est-ce bien de ce commerce de transit qu'il s'agit ?

« S'il en est ainsi, vous ne trouverez pas le Gouvernement d'accord avec vos conceptions. La Grèce ne peut pas laisser perdre ses réserves à l'étranger pour ravitailler les autres pays. Nous avons le sentiment de la solidarité, mais nous ne pouvons pas faire cela. Nous avons envoyé en Roumanie des marchandises d'une valeur de 200 millions, si je ne me trompe, et dont

avantages tellement considérables et correspond à des nécessités tellement impérieuses, qu'elle se justifie absolument, nous semble-t-il, du moins tant que durera la situation actuelle (1).

nous ne pouvons recevoir aujourd'hui la contre-valeur, et qui sait quand nous la recevrons. Je ne dis pas qu'il ne s'est néanmoins effectué un commerce de transit digne de tout éloge. Des marchandises ont été importées de l'étranger, elles ont été envoyées en Russie d'où d'autres marchandises ont été importées, et de grands profits ont été réalisés. Mais acheter des marchandises en Angleterre et en Amérique et les envoyer dans d'autres pays sans en être payés, soit en une monnaie saine, soit en marchandises, cela constitue un genre de commerce de transit qui ne doit pas se faire, car il entraînera pour tous une catastrophe et principalement pour ceux qui exercent le commerce de transit... ».

(1) On remarquera que dans tout ce paragraphe, nous n'avons pas fait mention d'un autre résultat heureux, peut-être encore plus important, qu'aurait pu avoir la liberté absolue des transactions de change, à savoir l'entrée en Grèce de tous les capitaux disponibles acquis par des nationaux à l'étranger et restant au dehors, par crainte de perdre leur liberté de mouvements une fois transférés en Grèce. Cette omission ne doit pas être attribuée à ce que nous négligeons l'importance de l'effet fâcheux que peut avoir cette abstention des capitaux à venir dans le pays, abstention que nous n'avons du reste pas manqué de signaler (voir t. I, pages 354-355). Si nous n'y avons pas insisté, c'est qu'il nous semble qu'en 1919, époque à laquelle nous nous plaçons ici, ce n'était point le moment pour la Grèce de tenter une pareille expérience de retour à la liberté, pour les différentes raisons que nous venons d'énumérer dans le texte, et surtout parce qu'il lui serait difficile de demander aux Alliés de la libérer d'un engagement formel contenu dans l'« Accord pour l'année 1918 », justement quand elle invoquait cet accord pour obtenir la faculté de tirer des traites sur les avances alliées. Ce n'est donc que lorsqu'il s'agira d'étudier la politique monétaire à suivre dans l'avenir, qu'il sera temps d'examiner l'opportunité de la levée de l'interdiction actuelle, en se plaçant au point de vue auquel on vient de faire allusion.

§ 3. — *L'importance des réserves de change de la Grèce.*

La nécessité du maintien du contrôle des changes étant établie et l'attitude du Gouvernement à cet égard étant reconnue comme adaptée aux circonstances, nous pouvons maintenant venir au point principal de la question et justifier notre affirmation primitive d'après laquelle s'imposait à la Banque Nationale, non seulement au point de vue juridique, mais aussi à celui de l'opportunité, l'obligation de maintenir à tout prix et contre toute tendance du marché la fixité de la drachme, quitte à s'entendre avec le Gouvernement et à établir, après étude de la situation, la politique monétaire la meilleure à suivre dans l'avenir.

Avant tout, faisons ressortir un argument primordial contre la décision de la Banque Nationale de s'écarter des cours du dollar.

Une semblable mesure est indiscutablement illégale, car elle est en contradiction, non seulement avec la lettre, mais aussi avec l'esprit de la loi de 1910. Si on a pu prétendre que la continuation du fonctionnement de la loi Γ X M B, depuis 1915, pour les opérations de change sur les pays à monnaie dépréciée, était conforme aux termes de cette loi, du moment que la drachme continuait à être fixée au pair, c'est-à-dire, dans la circonstance, au pair du dollar, il est inadmissible de soutenir à présent que le maintien en application de la loi de 1910, avec fixation de la valeur de la drachme au-dessous du pair, est prévu par l'article 8 de cette loi.

Il s'agit donc d'une dérogation manifeste à la loi, qui aurait dû, de toute façon, pour être légale, être consacrée par un texte législatif (1).

N'insistons pas plus longtemps sur ce point d'ordre juridique, pour lequel nos considérations antérieures sur l'interprétation de l'article 8 sont suffisamment probantes (2). Et étant donné qu'il ne s'agit pas encore de rechercher si la situation imposait une modification de la législation monétaire de la Grèce, il suffit de retenir que, tant que cette législation restait en vigueur, la Banque était légalement tenue d'observer strictement les dispositions de la loi Γ X M B.

Toutefois, il ne suffit pas de devoir, il faut aussi pouvoir. Et l'axiome juridique : *impossibillum nulla est obligatio*, aurait pu, peut-être, être invoqué par la Banque Nationale en vue de justifier son attitude. Il importe donc de rechercher si la situation était vraiment difficile au point de justifier, depuis le milieu de 1919, une dérogation aux dispositions de la loi Γ X M B de la part de la Banque Nationale.

Il nous semble qu'on peut facilement se convaincre du contraire et notre opinion est basée sur l'importance des réserves de change que le système Γ X M B,

(1) Même dans le cas où une modification par voie législative de l'article 8 de la loi de 1910 aurait été introduite, il y aurait encore à se demander s'il est de bonne politique de laisser à la Banque Nationale des bénéfices si élevés résultant de l'administration du système Γ X M B, et de s'empressement d'en modifier les dispositions au détriment des intérêts généraux du pays, dès que les résultats de cette administration tourneraient au détriment de la Banque. Nous reviendrons sur cette question très sérieuse.

(2) Voir t. I, pages 240 et suivantes.

ainsi que le pays en général, possédaient encore en 1919 à l'étranger.

En effet, les dépôts à l'étranger constitués en vertu du libre jeu de la loi de 1910, étant loin, malgré tout, d'être totalement épuisés (1) et pouvant être transportés, suivant les circonstances, dans tel ou tel pays (2), étaient encore capables de contribuer au maintien de la fixité de la drachme, d'autant plus que si tous les changes étrangers avaient été maintenus à des cours correspondants à ceux de New-York, la demande de dollars serait sensiblement moindre.

Puis, les différentes banques grecques, y compris la Banque Nationale, ainsi que les particuliers, avaient encore de considérables disponibilités en dollars ainsi qu'en d'autres monnaies (3), lesquelles auraient certainement, si la parité entre la drachme et le dollar était restée ferme, contribué également, dans

(1) Effectivement, vu l'importance des différents chapitres de l'actif de la balance des comptes, les réserves de change de la loi Γ X M B proprement dites s'élevaient encore, au 30 juin 1919, à 233 millions, c'est-à-dire n'avaient baissé dans le courant du semestre, que de 85 millions.

(2) Nous mettons provisoirement de côté la question de la perte que les conversions d'une monnaie dans une autre pourraient entraîner pour le compte Γ X M B.

(3) Il est impossible d'avoir le montant exact de ces moyens de change vers le milieu de 1919, et nous en expliquerons plus loin les raisons. Mais ce qui est certain, c'est que six mois après et malgré les demandes extraordinaires de change auxquelles les différentes banques ont fait face entre temps, elles possédaient encore à l'étranger, d'après M. Vénizelos (dans un discours à la Chambre sur lequel nous reviendrons), 65 millions de drachmes. Et cela sans compter les disponibilités en change des particuliers.

une certaine mesure, à subvenir aux demandes du marché (1).

En troisième lieu, la Grèce aurait de même disposé de toutes les sommes en dollars que l'Amérique envoie annuellement en Grèce, lesquelles n'auraient plus d'intérêt (2) à passer par Londres ou Paris (3) et se déverseraient régulièrement dans le pays (4).

(1) Leurs détenteurs ne pouvant espérer une hausse du dollar, du moins immédiate, auraient peut-être cédé peu à peu leurs dollars au marché. Il n'en eût certainement pas été de même pour les réserves en livres sterling et surtout en francs, en lirettes, etc., les banques ayant tout intérêt, au lieu de vendre au cours du jour du change acquis beaucoup plus cher, à recourir à la Banque Nationale pour se procurer le change, par exemple sur Paris, demandé par leur clientèle. Il en eût été de même des spéculateurs. Quant aux personnes ayant tout simplement à faire venir des fonds de France, d'Angleterre, etc... il y en aurait eu beaucoup qui, pour différentes raisons, se décideraient à faire l'opération malgré la baisse des monnaies de ces pays.

(2) Sous la condition que les cours de la place d'Athènes ne permettent plus des opérations d'arbitrage.

(3) Car les autres banques seraient tôt ou tard amenées à suivre l'exemple de la Banque Nationale, ne pouvant pas continuer à acheter et, par conséquent, à vendre le change sur Paris et Londres, à un prix supérieur aux cours de cette dernière banque.

(4) On objectera, vraisemblablement, que c'est, tout au contraire, la baisse de la drachme qui est de nature à stimuler les envois de dollars en Grèce. Il nous semble, cependant, que la parité constante entre la drachme et le dollar n'avait jamais diminué jusque-là, l'importance des envois des émigrés grecs, lesquels avaient conservé leur habitude de transformer immédiatement leurs profits en drachmes (voir t. I, page 93, note 1), leur confiance en cette dernière monnaie étant restée intacte, et leur ignorance des phénomènes monétaires (ces émigrés étant généralement peu instruits) leur faisant trouver la parité entre

Enfin, la Grèce pourrait toujours recourir, à la rigueur, à une dernière ressource, à savoir : la réalisation de l'avance alliée de 750 millions (1) (et plus particulièrement de la fraction de 50 millions de dollars) qu'elle n'avait pas encore commencé à réaliser jusque-là, mais qu'elle pouvait compter être à même de réaliser dans un temps rapproché (2).

la drachme et le dollar une chose toute naturelle. Ce n'est que du moment où des variations vinrent à se produire entre ces deux monnaies, que le goût de spéculation pût se manifester chez eux, et qu'ils purent dès lors être poussés à ajourner leurs envois dans l'espoir d'une baisse plus grande de la drachme, ou bien à ne plus en faire du tout par suite du manque de confiance en cette dernière. Ainsi que nous l'avons laissé voir dans la note 1 de la page précédente, ce raisonnement ne peut pas s'étendre à tous ceux qui possèdent des fonds à l'étranger et qui voudraient les faire venir en Grèce. Mais ainsi qu'il sera expliqué plus longuement dans le chapitre suivant, l'intérêt qu'il y aurait à ce que les fonds en question viennent en Grèce n'est pas suffisant à lui seul pour décider ce pays à faire baisser sa valuta nationale.

(1) Et des autres crédits antérieurs ou postérieurs à cette avance.

(2) Puisque, même en admettant que la formule : « six mois après la conclusion de la Paix » de l'article 3 de l'« Accord pour l'année 1918 » (Voir t. I, p. 300) soit interprétée de façon à ne faire partir le délai semestriel qu'après l'échange des ratifications du Traité de Versailles, et ne puisse, par conséquent, jouer aussi vite qu'on le voudrait, il y avait à prévoir que l'autre clause de cet accord, qui permettait à la Banque Nationale de tirer des traites sur les avances alliées dès que son « avoir disponible » à l'étranger, ainsi que celui du Trésor Hellénique, tomberaient au-dessous de 100 millions de francs, pourrait être invoqué incessamment, puisqu'en présence du mouvement de demande de change, cet avoir disponible n'aurait probablement pas tardé à descendre au-dessous de cette somme. Or, ce n'est que dans cette

En présence de ces fortes réserves de change qui restaient encore à l'actif du pays, on n'avait, nous semble-t-il, aucune raison de laisser se produire un mouvement désordonné de hausse des changes étrangers sur la place d'Athènes, mouvement dont le résultat ne pouvait être, en général, ainsi que nous avons pu le voir, qu'une diminution plus rapide des réserves de change en dollars.

Quant à ce qui touche plus particulièrement la Banque Nationale, tant que l'actif du compte F X M B possédait des disponibilités immédiates à l'étranger, elle ne pouvait invoquer aucune excuse pour avoir laissé se produire la baisse de la drachme dans les conditions que nous savons (1).

dernière éventualité, que la réalisation des avances alliées pourrait devenir nécessaire. Il est vrai que, dans la pratique, cette réalisation était susceptible de rencontrer des difficultés sérieuses d'application, à l'examen desquelles nous arrivons.

(1) La Banque Nationale sentait très bien cette obligation légale que les termes de la loi de 1910 faisaient peser sur elle. Aussi, faute d'autre excuse, elle paraît s'être efforcée de présenter la situation de fait qui a résulté de son attitude au moment de la crise du milieu de 1919 et qui a duré pendant tout le deuxième semestre de cette année-là, comme conforme à l'esprit de la loi F X M B et, conséquemment, comme absolument légale. C'est du moins ce qui ressort d'un passage du rapport du co-Gouverneur de la Banque Nationale; *M. A. Diomède*, déjà cité, (page 45, note 2) :

« ...Le phénomène (de la diminution des réserves F X M B) a attiré, comme de juste, — dit-il — l'attention immédiate de la Direction, et dans des consultations répétées avec le Gouvernement, elle a discuté et étudié ses différents aspects. La Direction a dès lors reconnu que, malgré l'existence d'une deuxième ligne de défense consistant dans les crédits alliés, la libre persévérance dans le maintien de la base primitive, juste en principe, ne se-

D'ailleurs, malgré l'existence de toutes ces ressources de change, le Gouvernement prit des dispositions (1) pour entraver, autant que possible, le mouvement de demande de change qui s'était emparé du marché.

Dans ces conditions et dès l'instant que le mouvement de hausse des devises étrangères avait déjà pu se manifester (2), il y a lieu de se demander si le Gouvernement n'aurait pas dû aller plus loin dans les mesures qu'il a jugé bon de prendre dans la circonstance et imposer à la Banque Nationale le respect des dispositions de la loi de 1910 (3). Puisqu'il ressort, en effet, des

rait pas possible jusqu'au bout, par la force même des choses. Les demandes augmentant toujours du Commerce et du Trésor, l'influence de la baisse continue des cours du change de la plupart des pays européens, enfin les facteurs psychologiques indéfinissables, auraient contraint tôt ou tard à un changement de politique. Néanmoins, il a été jugé indiqué par l'esprit même de la loi, — tout au moins tant que des réserves libres se trouvaient à son actif — de fournir un dernier effort de défense pour *le maintien de la parité de la monnaie indigène*, quoique cette défense aurait provoqué nécessairement des pertes dans les réserves de la loi, puisque des monnaies portées à son compte, acquises à des cours élevés, seraient disposées à des cours plus bas. Il a été jugé cependant, que le bénéfice effectif que se serait procuré l'ensemble de la Société, par suite de la politique de sauvegarde, dans la mesure du possible, de la valeur de la drachme, justifiait entièrement la perte en résultant... »

Il est piquant de parler de maintien de la parité de la drachme, en visant une époque où cette dernière perdait déjà 20 0/0 de sa valeur par rapport au dollar, c'est-à-dire le pair or.

(1) Qui auraient dû être prises, d'ailleurs, beaucoup plus tôt.

(2) Ce qui pourrait être attribué à la nervosité du premier moment que les effets de la crise cambiale sur le marché grec ont pu provoquer à la Banque.

(3) Dès l'instant qu'il voyait la drachme ne pas revenir à la

explications qui précèdent, que les motifs qui ont provoqué la baisse de la drachme n'étaient, en quelque sorte, qu'accidentels et pouvaient être éliminés facilement, pourquoi ne pas s'être hâté de faire disparaître un écart momentané et regrettable de la politique de change appliquée jusque-là, pour revenir sans tarder à la parité du dollar (1) ?

C'est que, malgré l'importance exceptionnelle des réserves de change sur lesquelles reposait la fixité de la drachme et en dehors des motifs passagers qui ont pu ébranler cette fixité, la situation présentait d'autres points inquiétants qui ne pouvaient que peser sur toute décision du Gouvernement et de la Banque Nationale relativement à la politique de change à adopter. Et tant qu'on n'arrivait pas à prendre cette décision, on a jugé bon de prolonger la situation de fait, bien qu'illégale, poussé par la conception qu'elle constituait toujours une certaine atténuation des inconvénients qu'une fixité absolue de la drachme pouvait entraîner. Il reste à savoir quels sont les inconvénients auxquels nous faisons allusion.

§ 4. — *Les difficultés que présentait la réalisation des avances alliées.*

Les considérations qui ont pu pousser la Banque Nationale à abandonner l'heureuse politique de change

parité du dollar, lequel continuait à jouir d'une prime de plus en plus sensible sur le marché d'Athènes.

(1) Ce qui présuppose naturellement la nécessité d'approvisionner le marché et de couvrir les autres banques par du change sur n'importe quelle place, cédé au taux résultant de la parité de la drachme.

qu'elle avait appliquée jusque-là, et le Gouvernement à s'associer à cette attitude de la Banque manifestement contraire aux lois monétaires en vigueur, ne peuvent être que de deux sortes.

Nous allons les examiner séparément, ce qui nous permettra de voir que, s'il pouvait y avoir des raisons en faveur d'un écart entre la drachme et le dollar, cet écart aurait dû être établi par voie légale et sur la base du système monétaire existant, c'est-à-dire par une loi modifiant les termes de l'article 8 de la loi de 1910. Et que tant qu'on n'arrivait pas à une pareille solution, la tactique suivie par la Banque Nationale, non seulement était illégale, mais encore engendrait des inconvénients qui ne pouvaient que tourner au détriment de la drachme.

La première des deux causes qui ont pu déterminer l'abandon de la politique de parité entre la drachme et le dollar consiste dans le fait que la réalisation des avances alliées qui commençaient, en somme, à constituer la principale ressource de change de la Grèce, se heurtaient déjà à des conditions légales et à des difficultés pratiques, présumées difficiles à aplanir (1). En effet pour que la Banque Nationale puisse tirer des traites sur les avances en question, il fallait (2) que son avoir disponible ainsi que celui du Trésor hellénique à

(1) C'est alors qu'a pu apparaître l'infériorité de la couverture autorisée par l'article 8 A et constituée en simples crédits non immédiatement réalisables, par rapport à celle prévue par l'article 8 de la loi de 1910 et consistant en métal, dépôts à vue ou autres disponibilités immédiates à l'étranger.

(2) D'après les termes de l'article 3 de l'« Accord pour l'année 1918 », voir t. I, pages 299 et 300, note 1.

l'étranger, tombent au-dessous de 100 millions de francs (1). Or :

a) Les besoins de change du marché grec sur les diverses places étrangères n'étant pas partout de la même importance, il arrivait que, malgré la nécessité absolue dans laquelle se trouvait la Banque Nationale de tirer des traites sur les avances en dollars (2), l'ensemble de ses réserves de change sur les autres places continuait à être sensiblement supérieur à 100 millions de francs (3) et, par conséquent, la clause relative de l'« Accord pour l'année 1918 » ne pouvait pas encore jouer (4).

(1) L'autre clause de l'accord, relative à la possibilité de réalisation des avances sans restrictions « six mois après la conclusion de la paix », ne pouvait pas encore jouer, ayant été interprétée de façon à ce que le délai prévu par elle ne pourrait commencer à courir qu'après l'échange des ratifications, condition qui ne devait être remplie qu'aux premiers jours de 1920, tout au moins en ce qui concerne le traité de Versailles.

(2) Puisque c'était principalement les réserves de change de la Banque déjà existantes en cette monnaie, qui avaient subi la plus forte atteinte, par suite du mouvement de demande de change du marché, et de la conversion par cette Banque en livres sterling, d'une grande partie de ses disponibilités en dollars. Voir pages 78 et suivantes et 88.

(3) Ainsi que nous avons pu le constater à la page 113.

(4) D'autant plus que le Gouvernement des Etats-Unis n'accepta aucune dérogation concernant cette clause, à l'instar de celle admise par les Gouvernements français et britannique et concernant la possibilité pour la Banque Nationale de tirer des traites sur Paris et Londres dans le cas où son avoir disponible et celui du Trésor hellénique tomberait en France au-dessous de 34 millions de francs et en Angleterre au-dessous de 1.400.000 livres sterling. Comme nous l'avons déjà indiqué, t. I, page 300, note 2, cette double dérogation à l'article 3 de l'Accord pour l'année 1918, se trouve formulée dans deux lettres presque identiques des Ministres des Finances de France et de Grande Bre-

b) Le transfert de ces réserves de change immédiatement disponibles d'une place à l'autre ne pouvait s'effectuer qu'avec une perte élevée (1) par suite de la différence et des fluctuations des changes (2).

c) Même en recourant à ce procédé jusqu'au moment de la réduction des réserves totales à 100 millions (3), ce dernier événement ne signifiait point que la Banque pourrait immédiatement tirer des traites sur les réserves alliées, puisque, avant que la clause relative puisse être mise en application, des vérifications compliquées et assez longues seraient nécessaires (4).

tagne, formant les annexes première et deuxième de l'accord en question.

(1) Sans parler des difficultés et formalités que les différents contrôles des marchés des changes pourraient présenter ou rendre nécessaires.

(2) Il est évident que toute conversion en dollars de livres sterling et surtout de francs achetés pour la plupart au pair, entraînerait en ce moment des pertes très grandes pour la Banque. Mais cette question des pertes doit être étudiée à part.

(3) Et non pas jusqu'à la réduction des réserves en France à 34 millions de francs, ou bien de celles en Angleterre à 1.400.000 livres sterling, puisque d'après les lettres annexées à l'« Accord pour l'année 1918 » qu'on vient de rappeler, même dans l'un de ces deux cas, les tirages en francs ne pourraient être négociés en dehors de la France et ceux en livres sterling en dehors de l'Angleterre. Par conséquent, ces tirages ne pourraient servir que pour les paiements à faire à ces deux pays et non pour ceux à faire en Amérique.

(4) D'autant plus que, d'après les termes de l'article 3 de l'« Accord pour l'année 1918 », il fallait que l'ensemble de l'avoir disponible, non seulement du compte de la loi Γ X M B, mais aussi de la Banque Nationale pour son propre compte et de l'Etat Hellénique, tombe au-dessous de 100 millions de francs. Or, si la vérification du compte Γ X M B pouvait être facile, celle

En prévision de toutes ces difficultés (1), le Gouvernement a engagé immédiatement des négociations avec les Gouvernements alliés en vue d'aboutir à une entente permettant à la Banque Nationale de commencer au plus tôt à tirer des traites sur les avances alliées (2).

des disponibilités au nom de la Banque et de l'Etat à l'étranger était susceptible de rencontrer des difficultés, puisqu'il y aurait lieu d'en déduire les obligations immédiates en monnaie étrangère de l'Etat et surtout de la Banque. Et la difficulté de ce calcul devait être aggravée par le fait que, d'après l'Annexe 3 de l'« Accord pour l'année 1918 » (lettre du Ministre des Finances français en son nom et en celui du Chancelier de l'Echiquier), les mots « avoir disponible », à l'étranger, ne devaient pas s'entendre comme ne comprenant que l'actif des comptes en banque, mais aussi les valeurs à court terme en possession du Trésor Hellénique et de la Banque Nationale en vue de placer temporairement leurs disponibilités. Il est certain que les disponibilités dont on parle n'étaient pas très considérables, surtout celles du Trésor qui devaient être presque nulles. Il fallait cependant vérifier ce fait, et c'est en cela que consistait la difficulté.

(1) Auxquelles il y aurait peut-être lieu d'ajouter la crainte que la fourniture effective des crédits consentis ne se fasse pas immédiatement et ne soit pas également facile pour tous les prêteurs de la Grèce, vu la différence de leur situation économique et financière.

(2) De façon à ce qu'il soit possible que la réalisation de telle ou telle partie des différentes avances alliées, celle, par exemple, consentie en dollars ou en livres sterling, puisse commencer plus vite que celle des avances en francs. Ainsi, nous croyons savoir que des négociations ont été immédiatement entamées entre le Gouvernement Hellénique et les Gouvernements Anglais et Américain, en vue de permettre à la Banque Nationale de commencer à tirer des traites sur les fractions en dollars et en livres sterling de l'avance alliée.

Et cela, sans mentionner les pourparlers qui paraissent avoir été engagés à cette époque par le Gouvernement Hellénique, en vue de contracter de nouveaux emprunts extérieurs au Canada et aux Etats-Unis, lesquels, s'ils devaient être immédiatement réa-

Mais que ces négociations présentassent ou non des chances d'aboutir, il ne semble pas que les difficultés dont on parle soit suffisantes pour justifier une politique consistant à permettre une baisse de la drachme, dès l'instant que sa fixité pouvait, en somme, être encore assurée par des réserves de change à l'actif du compte Γ X M B immédiatement disponibles et continuant à se chiffrer par des centaines de millions.

§ 5. — *En quoi les difficultés de réalisation des avances alliées pouvaient justifier une baisse de la drachme.*

En invoquant les difficultés qu'on vient de constater et en se plaçant sur le terrain pratique, la Banque Nationale pouvait cependant avancer deux arguments en faveur de l'opportunité d'une certaine baisse de la drachme :

1° Une pareille baisse en allant jusqu'à faire atteindre à la livre sterling sur le marché d'Athènes le pair ou même des cours supérieurs au pair, avait l'avantage d'accroître considérablement les disponibilités immédiates de change du compte Γ X M B, puisqu'elle permettrait à la Banque Nationale de se rembourser des avances en drachmes consenties (1) par elle à l'Angleterre (2), en

lisables (et il y avait tout lieu de ne pas renouveler l'expérience des accords intéraliés), auraient largement fourni au pays le change dont il avait alors besoin. D'ailleurs, les efforts du Gouvernement Grec dans ce sens n'ont abouti à rien de précis, du moins au moment où nous écrivons.

(1) En vertu du dernier alinéa de l'« Accord relatif aux avances en drachmes ». Voir t. I, pages 303-304 note 2.

(2) Pour les avances à la France, il ne pouvait pas en être

tirant des traites sur les crédits en livres sterling correspondants (1),

Bien que ce palliatif procède d'un point de vue quelque peu inconséquent (2), et qu'il comporte pour la Grèce une perte réelle bien qu'inapparente (3), on peut encore admettre qu'en présence des difficultés sus-mentionnées pour la réalisation des avances alliées

question puisqu'il faudrait pour pouvoir se rembourser immédiatement faire baisser la drachme au niveau du franc, mesure qui serait absurde et pire que toute autre qu'on pourrait adopter dans la circonstance.

(1) Et sans attendre l'expiration du délai de 2 ans à dater de la cessation des hostilités, prévu pour le remboursement en drachmes.

(2) Puisqu'il comporte la baisse préalable de la drachme pour que celle-ci puisse être remboursée au moyen de sécurités qui la couvrent intégralement et dont l'utilité consistait précisément à maintenir à la drachme sa valeur absolue. En effet, quels que puissent être les cours de la livre sterling au moment du remboursement, les avances en drachmes consenties aux alliés étant également remboursables en drachmes, les billets émis à cet effet seraient de toute façon remboursés dans leur totalité au pair.

(3) Puisqu'en admettant la drachme descendue juste à la parité de la livre sterling (et non pas plus bas, ce qui a été le cas dans la suite et ce qui ne peut qu'augmenter la perte dont il s'agit), les billets émis et avancés à l'Angleterre ne seront remboursés que par une somme d'une valeur inférieure, en réalité, à celle par laquelle ils seraient remboursés, la drachme se maintenant au pair absolu et le délai des deux ans écoulé. Pour comprendre la chose, il suffit de faire la réflexion suivante : si la Banque Nationale, comme il était possible, était obligée de convertir les livres sterling ainsi acquises en dollars, leur produit en cette monnaie serait inférieur à celui que la Banque se procurerait plus tard par la même opération. Et cela parce que, même en admettant la baisse actuelle de la livre sterling maintenue, la Banque pourrait disposer alors d'une plus forte somme en livres sterling qu'elle ne le pouvait en 1919.

et jusqu'à ce que ces difficultés disparaissent (1), une baisse provisoire de la drachme était encore préférable à l'éventualité d'un arrêt forcé du fonctionnement du système Γ X M B. Toutefois, ce procédé *in extremis* ne pouvait être admissible qu'en cas de disparition presque complète des autres disponibilités du compte Γ X M B, ce qui n'était pas encore le cas au milieu de 1919 (2).

D'ailleurs, la Banque Nationale n'a fait atteindre à la livre sterling un cours égal ou plutôt un peu supérieur au pair qu'à partir du mois de décembre ; aussi ce n'est que depuis lors qu'elle a pu tirer des traites sur les crédits en livres sterling servant de couverture aux avances en drachmes (3). Dans ces conditions, ce pre-

(1) Bien que, ici encore on pourrait se poser la question suivante : si la Banque Nationale, en fixant le change entre la drachme et la livre sterling de telle façon qu'il soit en faveur de cette dernière monnaie, se créait le droit de puiser dans de nouvelles disponibilités de change, les Alliés auraient pu faire rentrer ces disponibilités dans l'avoir disponible ordinaire de la Banque et, par conséquent, retarder encore la réalisation de leurs avances à la Grèce. Et dans ce cas, on ne pourrait pas parler d'une solution des difficultés que nous examinons dans ce paragraphe.

(2) Ainsi que nous l'avons vu dans le paragraphe précédent.

(3) C'est ce qu'elle a dû faire d'ailleurs, tout au moins d'après la déduction qu'on peut tirer de la comparaison des chiffres suivants : d'après le dernier rapport du Gouverneur de la Banque Nationale, les avances en drachmes consenties par la Banque aux Alliés ont atteint en 1919, 324.807.968,81 drs. (Voir page 32). Or, ainsi qu'il ressort de l'analyse du bilan de la Banque Nationale du 31 décembre 1919, les crédits ouverts par les Alliés comme couverture des avances en question, s'élevaient à cette date : 1) à 124.100.000 frs. portés au crédit du compte Γ X M B, et 2) à 170.201.112,81 frs. portés à l'actif de la Banque Nationale (voir page 33). L'infériorité de 30.506.856 du total de ces deux der-

mier argument ne peut pas justifier l'écart de la parité du dollar durant le deuxième semestre de 1919 (1).

2° La Banque Nationale pouvait encore argumenter (2) de l'effet heureux qu'une certaine baisse de la drachme pourrait avoir sur le mouvement inquiétant de sortie de capitaux et, par conséquent, de réduction rapide des réserves de changes disponibles à l'étranger. Ce point de vue très sérieux nécessite une étude attentive et approfondie avant de se former une opinion à son sujet. C'est ce que nous allons faire dans le prochain chapitre en suivant le plan déjà tracé (3).

Mais en supposant même admise l'opportunité d'une hausse relative des changes comme facteur de redressement de la balance des comptes, cette hausse aurait dû être le fait d'une politique de change définie, qu'on eût adoptée en la circonstance et qui eût pu être basée soit sur le maintien du système F X M B avec fixation d'une nouvelle base de parité de la drachme, ce qui eût été la solution la meilleure, soit encore sur l'arrêt

niers chiffres au premier, pourrait s'expliquer en supposant que la Banque Nationale ait tiré dans le courant du mois de décembre des traites, pour une somme égale à cette différence, sur la couverture de ses avances aux alliés et notamment sur les crédits en livres sterling.

(1) D'ailleurs, il n'est jamais fait allusion dans les différents documents ou déclarations provenant de la Banque, à l'argument qu'on vient d'exposer.

(2) Et c'est ce qu'elle n'a pas manqué de faire, le point de vue qui va suivre constituant pour elle une des justifications de son attitude concernant la fixité de la drachme.

(3) C'est-à-dire quand il s'agira d'essayer de définir la politique monétaire qui devrait être, dans l'avenir, appliquée en Grèce.

complet de ce système pour introduire le régime de la liberté absolue du marché dans la fixation des cours du change.

Or, tant qu'on n'avait pas abouti à une décision de ce genre, la continuation de l'intervention de la Banque dans la fixation des cours du change, sans que cette fixation soit faite dorénavant sur une base définie, mais bien sur des considérations et des calculs changeant au jour le jour, ne pouvait pas manquer d'avoir des effets contraires à ceux désirés. En effet :

a) Une baisse seulement faible de la drachme n'était pas suffisante pour amener une réduction des demandes de change en présence de la hausse des prix à l'intérieur du pays (1); tandis que, tout au contraire, cette baisse en ébranlant la confiance dans la drachme et en permettant d'escompter pour l'avenir une accentuation du mouvement, ne pouvait que pousser les importateurs à passer de nouvelles commandes au dehors ;

b) D'un autre côté une fixité de la drachme sur une base déterminée aurait fini par amener les acheteurs de change à l'offrir sur le marché et peut-être aussi les banques à fournir des devises sur leurs dépôts en monnaies étrangères (2); tandis que l'incertitude qui

(1) En d'autres termes, cette hausse relative des changes en Grèce, c'est-à-dire cette baisse de la drachme à l'étranger, était encore moindre que la baisse que cette monnaie éprouvait à l'intérieur, par suite de l'inflation (Voir pages 51-52) et, par conséquent, ne pouvait produire aucun effet sur les importations de marchandises et les autres mobiles de sortie des capitaux. Il s'agit là d'un phénomène curieux, mais réel, que nous avons déjà signalé et qui doit toujours être pris en considération.

(2) Etant donné qu'elles ne pourraient pas immobiliser indéfiniment leurs disponibilités.

devait s'emparer du marché par suite de ce mouvement de baisse (1), laissait fatalement le champ libre à la spéculation, qui avait naturellement tout intérêt à jouer à la hausse (2) des devises étrangères et à pousser, par conséquent, à la baisse de la drachme (3) ;

c) Ajoutons enfin que l'intérêt qu'il y avait à réduire dans la mesure du possible les demandes de change, pouvait être, pendant un certain temps encore, satisfait par le contrôle du marché des changes, renforcé par les mesures prises par le Gouvernement (4) ou d'autres encore plus sévères et appliquées de façon stricte et suivie (5).

(1) Résultat d'une politique non définie et permettant d'envisager comme possible, beaucoup moins un retour à la parité absolue par la reprise de l'application intégrale du système Γ X M B, qu'une baisse infiniment plus accentuée de la drachme par l'abstention complète de la Banque Nationale de céder du change sur les réserves de la loi Γ X M B et d'intervenir ainsi pour fixer les cours du change en vertu de cette loi.

(2) En avançant que la Banque finirait sous peu par arrêter toute fourniture de change sur le marché, et en créant ainsi la conviction d'un effondrement prochain de la drachme. Dans ces conditions, un régime de liberté absolue serait encore préférable à cet état d'incertitude, puisqu'il finirait certainement par démontrer par une baisse encore raisonnable de la drachme, que les bruits d'un écroulement de cette dernière étaient erronés.

(3) Sans parler des effets que la possibilité d'un arbitrage rémunérateur pouvait avoir sur le courant de demande de change (voir page 90, note 3).

(4) Indiquées dans le paragraphe 2.

(5) Que la Banque pourrait suggérer au Gouvernement d'introduire.

§ 6. — *Les pertes que la baisse du franc et de la livre sterling entraînait.*

En dehors de ces difficultés auxquelles se heurtait la libre disposition des avances alliées, il y avait une autre considération dont le Gouvernement et la Banque ne pouvaient manquer de tenir compte et qui consistait en ce que : l'utilisation à cette époque des différentes ressources de change, pour satisfaire à la demande, qu'il s'agisse des dépôts proprement dits de la loi Γ X M B ou des crédits représentant les avances alliées, combinée avec le maintien de la drachme au pair du dollar, au moment où la livre sterling et surtout le franc baissaient de plus en plus, aurait entraîné des pertes considérables pour la Grèce (1).

A qui ces pertes auraient-elles dû incomber ? Il faut distinguer :

a) En ce qui concerne la perte pouvant résulter de la réalisation effective des avances alliées, par suite de la différence entre les cours du change considérés au moment de l'émission des billets correspondants et ceux qui existeraient réellement au commencement du recouvrement de ces avances, cette perte serait en vertu de l'article 3 de la loi 1235 de 1918 supportée par l'Etat (2).

(1) Sans parler de ce que la nécessité de tirer des traites sur les avances alliées, obligerait l'Etat à commencer à payer des arrérages élevés, par suite de la transformation de ces avances en un emprunt extérieur ordinaire. Voir t. I, page 300, note 1.

(2) Voir t. I, pages 312-313. La solution adoptée par cette loi est, d'ailleurs, naturelle, car c'est en somme à l'Etat que revient
Damiris, II. 9

Pourtant, ce dernier avait déjà à sa disposition une provision importante pour couvrir cette perte (1), et ce n'est qu'en supposant un déficit prolongé de la balance des comptes et une baisse persistante des changes étrangers, que cette provision finirait par s'épuiser de telle sorte que le Trésor ait à subir effectivement de ce chef, une perte nette (2).

b) Quant à la perte devant résulter de la vente aux

le profit ou qu'incombe la perte de change résultant de la contraction par lui d'un emprunt extérieur.

La même réponse s'impose quant à la perte qu'aurait pu entraîner la réalisation éventuelle du crédit en marks, conformément à l'engagement pris par le Gouvernement envers la Banque Nationale (voir t. I, page 338). Mais il n'est pas du tout certain que cette perte sera, en fin de compte, réelle pour le Trésor. Cela dépendra de la politique qui sera suivie au sujet de ce problème, dont nous indiquerons en temps utile les différentes solutions possibles.

(1) Il s'agit du supplément de change qui se trouvait à l'actif du compte de la loi Γ X M B et qui était représenté au passif, non par une somme correspondante de billets émis, mais par la rubrique « Différence de change des disponibilités en vertu de l'article 8 A de la loi Γ X M B » (voir t. I, page 327). Cette somme qui s'élevait au 31 décembre 1918 à 14.970.477 drachmes (sur les billets de banque émis pour l'avance des 750 millions ; voir t. I, page 324, note 1) est arrivée dans le courant de 1919, à atteindre 32.166.930 drachmes, en raison de la différence de change qui a été prise en considération au moment de l'émission des billets couverts par le restant de l'avance des 750 millions (voir pages 28 et 33), ainsi que par la nouvelle avance franco-anglaise de 100 millions. Voir pages 30-31.

(2) Pour la réalisation des crédits qui servent à couvrir les avances en drachmes de la Banque Nationale aux Gouvernements Alliés, la question d'une perte de change ne se posait même pas, ainsi qu'il vient d'être rappelé, ces avances étant remboursables également en drachmes.

cours actuels, par la Banque Nationale, de lettres de change tirées sur les dépôts de la loi Γ X M B qui ont été constitués à l'époque où le change était au pair ou à un cours supérieur, elle resterait, naturellement, à la charge du compte spécial de la loi Γ X M B, dont nous avons déjà signalé la défectuosité relativement au cas qui nous occupe ici (1).

La perte provenant de ce dernier chef était beaucoup plus immédiate et le compte de la loi Γ X M B avait déjà commencé à la subir (2). Si elle n'avait pas été jusque-là trop sensible, c'est qu'elle était comblée par le solde qui restait à l'actif du compte en question, par suite de l'excédent d'achat de change depuis 1915, en vertu de l'article 8, à des cours inférieurs au pair (3). Or, ce solde créditeur allait en diminuant de plus en plus et devait fatalement finir par devenir débiteur (4). C'est ce qui est arrivé à partir du mois d'oc-

(1) Voir t. I, pages 175-176.

(2) Depuis le mois de mars 1919, époque à partir de laquelle s'est manifesté le mouvement de baisse de la livre sterling et surtout du franc.

(3) En effet, une grande partie des dépôts Γ X M B proprement dits a été constituée entre 1915 et 1918, c'est-à-dire à une époque où les changes alliés avaient déjà sensiblement baissé sur le marché grec. Le solde en résultant était représenté par le montant des billets qui n'ont pas été mis effectivement en circulation pour le compte de la loi et qui se trouvaient à l'actif de la Banque sous la rubrique : « Billets de banque de la loi Γ X M B » (voir t. I, pages 344-345).

(4) Déjà, le chiffre de la rubrique de la note précédente, qui s'élevait au 31 décembre 1918 à 9.737.060 drachmes (voir t. I, page 345, note 2) était descendu dans le bilan du 30 juin 1919 à 8.436.740 drachmes (voir page 25, note 1).

tobre (1). Et, étant donné que le compte Γ X M B ne possédait point une dotation initiale ni un fonds de réserve quelconque, il fallait, si on voulait maintenir l'équilibre de ce compte et, par conséquent, une couverture intégrale à ses billets (2), combler son déficit, ce qui représentait une perte nette pour la Grèce. La question se posait alors de savoir qui devait la supporter, question d'autant plus pressante que la perte dont il s'agit, en raison de la demande persistante de change et de la baisse continuelle du franc et aussi de la livre sterling, prenait des proportions de plus en plus inquiétantes (3).

(1) Ce qui représente une perte de 8.436.740 drachmes pour trois mois.

(2) On pourrait donner à ce sujet des arguments en faveur de l'opportunité d'une politique consistant à se contenter d'une couverture moins importante et permettant au système Γ X M B de posséder une certaine proportion de billets sans couverture correspondante. Cela éviterait il est vrai les pertes dont on parle dans le texte, mais cela comporterait aussi des inconvénients et des dangers sur lesquels nous reviendrons. Le Gouvernement, heureusement, ne semble pas songer pour le moment, à une pareille solution.

(3) C'est ainsi que du 1^{er} octobre au 10 novembre, période pendant laquelle on peut constater un effort tendant à se rapprocher de nouveau de la parité du dollar et, partant, une baisse plus marquée des différentes devises étrangères (voir page 93, note 2), la Banque a été obligée de couvrir le déficit de la balance des comptes en disposant pour les besoins du commerce et du Trésor, des disponibilités de la loi Γ X M B proprement dites :

a) Frs. 91 millions au taux moyen de 0,63, tandis que leur prix d'achat avait été :

20.000.000 à	100 000
5.000 000 à	90.375
16.000.000 à	89 563

b) £ 1.680.000, au taux moyen de 23,31, tandis que leur prix d'achat avait été 25,10.

Il est évident, à notre avis (1), qu'en se basant sur l'esprit de l'article 8 de la loi de 1910 tel que la Banque Nationale l'a d'ailleurs toujours conçu, cette perte devrait incomber à cette dernière, le compte spécial de cette loi faisant partie intégrante du bilan de la Banque, l'application de son mécanisme ayant toujours été reconnue comme l'une de ses diverses catégories d'opérations (2), et les profits qui en ont découlé ayant toujours été considérés comme lui revenant de plein droit (3).

Il en est donc résulté dans le courant de 40 jours, une perte de 36.311.000 drachmes.

Ces chiffres sont donnés par *M. Diomède*, dans son rapport déjà cité (voir page 45, note 2). Nous les reproduisons tels quels, quoiqu'ils paraissent avoir été dénaturés à l'impression.

Il y a lieu, au sujet de la perte dont il s'agit, de tenir compte de deux circonstances qui sont de nature à en atténuer la portée : *a*) le compte Γ X M B avait toujours à son crédit pour contrebalancer cette perte, la provision résultant de la différence de change prise en considération au moment de la réalisation des avances à l'Etat, soit 32.166.930 drachmes, provision qui restait toujours entière, puisqu'on n'avait pas encore commencé à tirer des traites sur ces avances (voir page 130, note 1) ; *b*) la perte envisagée n'était point définitive conformément aux explications que nous avons données t. I, pages 261-262 ; et de fait, elle a sensiblement diminué depuis, par suite de l'accentuation du mouvement de hausse des changes étrangers, qui s'en est suivie en Grèce.

(1) Nous avons déjà exposé notre manière de voir au sujet de ces pertes (voir t. I, page 262, note 2), qui est d'ailleurs contraire au courant d'opinion qu'on a pu créer.

(2) C'est dans le chapitre des statuts de la Banque Nationale concernant ses opérations, qu'est placé l'article 8 de la loi Γ X M B.

(3) En effet, l'article 8 est absolument muet sur la question de savoir à qui reviennent les profits qui peuvent résulter de l'appli-

Dans ces conditions, si on voulait appliquer strictement la loi, on pourrait se contenter de faire comprendre à la Banque Nationale que ces pertes sont inhérentes et constituent un des désavantages inévitables du système de la loi Γ X M B, lequel, par ailleurs, lui a assuré de si forts bénéfices depuis dix ans (1). Qu'il fallait donc qu'elle se décide, dans le cas où le compte Γ X M B devrait finir par se solder en déficit, à considérer les pertes en décaillant comme définitives (2). Car en somme, la Banque Nationale devrait toujours se souvenir (son nom et ses traditions le lui imposent), que ce

cation de son système, tant ceux provenant du dépôt à intérêt de ses disponibilités à l'étranger que ceux résultant de la légère différence entre le prix d'achat et le prix de vente de change pour son compte. Cela n'a pas empêché cependant la Banque Nationale de considérer ces profits importants comme lui revenant de plein droit (voir t. I, pages 182 et suiv.) quoiqu'il puisse aussi y avoir place pour une interprétation différente, d'après laquelle ces profits (déduction faite, toutefois, des différents frais de la Banque) devraient former un fonds de réserve spécial au système Γ X M B, destiné à couvrir les pertes éventuelles qui pourraient résulter de son fonctionnement. On pourrait alors se demander pourquoi, dans le cas présent, la solution serait différente et pourquoi l'esprit de la loi Γ X M B devrait prêter à une double interprétation, selon qu'il s'agit des profits ou des pertes qui peuvent en découler. Alors on pourrait vraiment dire que la Banque en se chargeant de l'administration du système Γ X M B, participait à un véritable « contrat léonin ».

(1) Parmi lesquels il y aurait lieu de rappeler ceux que lui assuraient dernièrement les avances en drachmes accordées par elle aux Alliés, au moyen de nouveaux billets de banque qui ne lui coûtent presque rien et pour lesquels elle touche un intérêt de 5 0/0 (Voir t. I, page 304, note 3).

(2) Et à se préparer, s'il le faut, à en subir d'autres dans l'avenir.

n'est pas la loi de 1910 qui doit être au service des intérêts de la Banque, mais que, tout au contraire, c'est cette dernière qui est chargée de servir la loi.

Malgré tout, en présence des circonstances exceptionnelles, de l'importance des pertes à subir et du fait que l'Etat avait participé depuis quelques années aux profits résultant du fonctionnement du système Γ X M B (1), il apparaissait équitable que le Trésor vienne en aide à la Banque et accepte de participer, dans une certaine mesure, aux pertes par lesquelles la fixité de la drachme était rachetée (2). Cependant, le Gouvernement, manifestement pressé par la Banque Nationale (3), est encore allé plus loin. Il prit à sa

(1) Il faut avouer que cette considération a son importance, quoique cette participation ne fasse que confirmer l'interprétation d'après laquelle l'administration du système Γ X M B rentre parmi les autres opérations de la Banque Nationale sur un pied d'égalité, et qu'elle vise, non pas les profits résultant de la différence entre le prix d'achat et celui de vente de change, mais seulement ceux provenant du placement à intérêt des disponibilités de la loi (Voir t. I, page 189).

(2) Il pourrait, par exemple, dédommager la Banque des pertes résultant de la fourniture de change pour les besoins de l'Etat, tant qu'elle ne serait pas à même de tirer des traites sur les avances alliées.

(3) On pourrait peut-être voir dans cette force de résistance de la Banque Nationale vis-à-vis du Gouvernement, les conséquences fâcheuses que peut avoir la tactique employée en Grèce d'un recours constant de l'Etat à la Banque pour lui demander, sous des formes multiples, son appui financier afin de subvenir aux besoins immédiats du Trésor. Nous consacrerons un chapitre spécial de la partie suivante à l'examen des mauvais côtés que présente, tant pour l'Etat que pour la Banque et le public, cette immixtion gouvernementale exagérée qui pèse sur les affaires de

charge toute la perte (1) ayant jugé que le principe posé par l'article 8 A de la loi Γ X M B (2), d'après lequel les profits et pertes qui peuvent résulter des fluctuations du change dans la réalisation des crédits alliés sont passés au profit ou à la charge du Gouvernement hellénique, devait également s'appliquer au cas dont il s'agit ici.

Mais du moment que le Gouvernement consentait à prendre cet engagement, et se décidait à se montrer si coulant et si indulgent à l'égard de la Banque Nationale, il s'imposait à lui, semble-t-il, de demander à cette dernière de revenir à la parité du dollar, puisqu'en ce qui la concernait, ses intérêts directs ayant trait au fonctionnement du système Γ X M B étaient sauvegardés.

Il apparaît, en effet, qu'en considération de l'influence morale ainsi que matérielle que peut comporter une fixité absolue de la drachme et du bénéfice réel que l'ensemble du pays aurait tiré d'une politique de pré-

la Banque, ainsi qu'à la recherche les moyens d'y remédier. Pour ce qui nous occupe ici, il suffit de constater que juste au moment où l'Etat demandait à la Banque de couvrir ses Bons de la Défense Nationale en circulation (voir page 29, note 1) et à lui avancer un nouveau grand emprunt provisoire (voir pages 29-30), il était naturel que la Banque, de son côté, pose ses conditions et que l'Etat y accède.

(1) Précisons une fois de plus qu'il ne faut pas entendre cette phrase dans le sens que le Trésor a comblé immédiatement le déficit de 36 millions que présentait le compte Γ X M B (voir page 132, note 3), mais en ce sens que, si ce déficit (augmenté ou diminué) devenait définitif, il serait comblé par l'Etat.

(2) Ajouté à cette loi par l'article 3 de la loi 1235 du 4 avril 1918. Voir t. 1, pages 312-313).

servation complète de la valeur de la monnaie nationale, le Gouvernement n'aurait pas dû hésiter à subir toute la perte qui pouvait en résulter pour le Trésor (1). Les vues du Gouvernement à ce sujet n'étant pas différentes, le moment lui était donc tout indiqué pour les imposer.

§ 7. — *Comment les pertes de change pouvaient rendre opportune une baisse de la drachme.*

Toutefois, le Gouvernement n'a pas jugé bon d'inviter la Banque Nationale à reprendre la politique de la parité du dollar, et bien que nous ne sachions pas exactement quels ont été les mobiles qui l'ont poussé à adopter cette attitude (2), on ne peut pas nier qu'il existait à ce moment-

(1) Cette perte serait supportée, en définitive, par le public. Mais ce dernier ne pourrait pas se plaindre de la charge supplémentaire qu'il aurait à supporter, puisque c'est à son profit que le Trésor assumerait cette perte, laquelle autrement lui incomberait, puisqu'il aurait payé plus cher les devises étrangères, sans même avoir les autres avantages que la fixité de sa valuta nationale peut comporter. Sans vouloir insister ici sur ces derniers avantages trop évidents, signalons simplement qu'en cas de hausse des devises étrangères, le public : 1° paierait également cher le change en possession des spéculateurs, ce qui, ne constituant pas un préjudice pour la Nation, représenterait cependant un abus que le Gouvernement a le devoir de réprimer ; 2° que la perte serait effective et resterait définitive, tandis que différemment, elle pourrait être compensée plus tard, à la suite d'une amélioration toujours possible du franc et surtout de la livre sterling, ce qui éviterait définitivement toute nouvelle charge fiscale au pays.

(2) Il est à présumer que le Gouvernement a été influencé, pour beaucoup, par les arguments de la Banque, laquelle, malgré que le Gouvernement ait assumé toute perte que devait entraîner le

là des facteurs sérieux militant en faveur d'un changement de la politique de change, dans le sens de l'établissement d'une baisse de la drachme par rapport au pair absolu.

Car aux arguments que nous avons relatés dans le paragraphe 5 (1) et qui pouvaient déjà faire apparaître l'intérêt d'une certaine hausse des devises étrangères en Grèce, venait s'ajouter l'impression, en somme naturelle, que devait exercer sur le Gouvernement la perspective de pertes de change (2) sensibles

fonctionnement du système T X M B, pouvait toujours subir un préjudice élevé du fait d'une baisse accentuée des devises étrangères, puisqu'elle possédait encore de fortes disponibilités pour son propre compte en monnaies dépréciées (voir page 34 note 3), qu'elle aurait fini par céder avec désavantage, et que, d'une façon générale, une grande partie de son actif est exprimée en monnaies étrangères (valeurs, effets, etc.).

L'influence que la perspective de ces pertes pouvait exercer sur l'attitude de la Banque Nationale peut facilement se comprendre, quand on prend en considération : a) que le commencement de réalisation des avances alliées, était également subordonné à la réduction préalable des disponibilités en monnaies étrangères propres à la Banque Nationale (voir page 121 note 4). Cette dernière avait donc à envisager la nécessité de se dessaisir de ces disponibilités aux bas cours des monnaies dans lesquelles la plupart d'entre elles consistaient. b) Que la perte de change qui en résulterait pour la Banque, contrairement à ce qui devait arriver pour celles du compte T X M B (voir page 132 note 3), serait définitive pour elle, qu'il lui faudrait la porter immédiatement au débit de son compte de profits et pertes. Dans ces conditions, ne pourrait-on pas attribuer à cette perspective, l'intérêt que trouvait la Banque Nationale à voir baisser la valeur de la drachme ; ne pourrait-on pas aussi y voir l'empressement de cette dernière à fixer les cours de cette monnaie au-dessous du pair pendant ces derniers mois ?

(1) Voir pages 123 et suivantes.

(2) Car à côté du point de vue théorique, il faut toujours tenir

pour le présent et susceptibles de devenir très élevées dans l'avenir (1), et que seule une certaine baisse de la drachme pouvait atténuer. Tandis qu'en cas de retour à la parité du dollar, ces pertes devaient être d'autant plus grandes que le public, ne pouvant plus avoir la même confiance en la drachme (2) et devant considérer son retour au pair comme forcé et provisoire, s'empresserait plus que jamais de recourir (3) aux réserves F X M B (4).

compte des difficultés pratiques. Et sous cet aspect, en dépit des considérations que nous avons formulées à la note 1 de la page 137, il reste vrai que dans le cas d'une baisse relative de la drachme, le public supporterait la perte en résultant tout naturellement et sans aucune complication fiscale, tandis que, pour arriver à maintenir la drachme au pair absolu, cette même perte aurait dû passer par le budget, grever lourdement son passif, et nécessiter, pour être contrebalancée, le recours à de nouvelles ressources fiscales, ce que le pays aurait senti beaucoup plus profondément et peut-être difficilement accepté.

(1) Puisque ces pertes continueraient en cas de persistance du déficit de la balance des comptes et de la baisse du franc et de la livre sterling, et deviendraient effectives par la fourniture de traites au public, non plus sur les réserves proprement dites du système F X M B, mais sur les crédits représentant les avances alliées.

(2) Depuis sa première baisse.

(3) Soit directement en s'adressant à la Banque Nationale, soit indirectement en s'adressant aux autres banques qui, elles-mêmes iraient chercher le change demandé à la Banque Nationale laquelle, si elle voulait maintenir la drachme au pair, devrait le leur fournir sans difficulté.

(4) Cette considération incontestablement évidente fait apparaître l'importance des conséquences fâcheuses qu'a pu avoir le premier fléchissement de la drachme, événement que nous avons considéré plus haut comme le point de départ de tout le mal. Cette même considération semble, d'ailleurs, avoir influé

On peut enfin ajouter à ces considérations une constatation très significative, de nature à influencer la politique de change que la Grèce dès lors devrait suivre (1) :

Les Etats-Unis ayant fini par lever toute interdiction d'exportation de l'or et le dollar représentant de nouveau le pair absolu (2), cette monnaie est arrivée, dans le courant du deuxième semestre de 1919, par suite de la balance des comptes extrêmement favorable dont l'Amérique jouit actuellement, à s'assurer une prime considérable sur toutes les autres monnaies (3), même sur celles qui étaient cotées pendant la guerre sensiblement au-dessus du pair à New-York et qui étaient sensées représenter le pair absolu (4).

Dans ces conditions, l'ambition de vouloir continuer à faire suivre à la drachme les cours du dollar ne peut

beaucoup sur l'attitude du Gouvernement, ainsi qu'il ressort des déclarations de M. Venizelos, que nous avons reproduites page 99, note 2.

(1) Remarquons encore ici, que le point de vue dont il s'agit, qui est pourtant fondamental pour toute décision relative à la politique de change à suivre, ne se trouve point relaté dans les différents écrits, officiels ou non, ayant traité de la question.

(2) Voir à ce sujet la remarque que nous avons faite t. I, page 246, note 2, sur la valeur du dollar pendant la guerre, lequel, à notre avis, ne représentait pas, jusqu'à ces derniers temps, le pair or.

(3) Exception faite pour le yen qui, cependant, n'a pas tardé à suivre le mouvement, de sorte que, depuis 1920, il est coté au-dessous du pair à New-York.

(4) Les considérations ci-dessus sont illustrées et justifiées par le tableau ci-après, qui donne les moyennes semestrielles des cours de certaines devises sur la place de New-York, du 1^{er} juillet 1918 au 31 mars 1920. Il a été dressé d'après les cours câblés

que paraître téméraire et essentiellement dangereuse (1), une prime marquée de la drachme sur toutes les monnaies européennes ne pouvant qu'entraîner un isolement économique de la Grèce, préjudiciable à plusieurs titres.

Or, l'abandon de la parité du dollar n'impliquait pas nécessairement un arrêt du fonctionnement du système I X M B. Tel était d'ailleurs manifestement le point de vue auquel le Gouvernement avait fini par se rallier, puisqu'en prenant à sa charge la perte pouvant résulter du maintien en application de ce système, il montrait qu'il tenait à conserver autant que possible à

toutes les semaines par la *National Irving Bank* de New-York et reproduits par l'*Economist* de Londres.

Le pair à New-York étant pris égal à 100, les devises suivantes valaient :

	2 ^e semestre 1918	1 ^{er} semestre 1919	2 ^e semestre 1919	1 ^{er} trimestre 1920
Livres sterling(Londres) .	97,8	96,3	85,9	73,8
Franc (Paris)	93,5	88,0	61,8	39,2
Franc (Suisse)	115,1	103,2	92,9	88,6
Lire (Italie)	75,9	69,6	51,7	30,4
Peseta (Espagne)	117,3	104,4	99,4	92,7
Florin (Amsterdam). . .	113,8	98,8	95,5	91,1
Kronner (Stockholm) . .	123,7	101,7	90,1	75,3
Yen (Yokohama).	107,3	102,4	101,0	95,6

Il y aurait lieu de remarquer ici que, dans ces conditions, la monnaie suédoise ou hollandaise ou même le franc suisse et la peseta, ne peuvent point être considérés comme représentant le pair or, ce qui ne semble pouvoir s'expliquer que par le maintien, du moins en fait, de l'interdiction de sortie du métal jaune.

(1) En présence des difficultés et des pertes que nous venons de considérer.

la Grèce les avantages de son régime monétaire (1) et à assurer une bonne tenue à la drachme (2).

Mais dès l'instant que telles étaient les conceptions du Gouvernement et que, néanmoins, il ne paraissait pas opportun de revenir à la parité du dollar, il était logique qu'en échange du sacrifice qu'il consentait, il assure tout au moins le fonctionnement régulier du système Γ X M B en faisant ce qui aurait dû être fait beaucoup plus tôt, c'est-à-dire en s'entendant avec la Banque Nationale pour la fixation d'une nouvelle base définie de réglementation de la parité de la drachme.

C'est ce qu'on semble bien avoir essayé de faire vers la fin de 1919, en stabilisant les cours de la livre sterling à Athènes à 25,40 et en faisant suivre ainsi à la

(1) Autrement il n'aurait eu qu'à arrêter toute vente de change sur les réserves Γ X M B, ce qui lui aurait évité toute perte résultant de la baisse actuelle des devises étrangères et aurait eu pour résultat de laisser au marché le soin de fixer les cours du change d'après la loi de l'offre et de la demande, ainsi qu'il arrive à tous les pays à cours forcé pur et simple.

(2) En dépit de la perte qui pourrait en résulter. En effet, malgré l'excédent des demandes de change qui s'est produit jusqu'à la fin de l'année, les traites livrées au public pour y faire face sur les réserves déjà existantes de la loi Γ X M B, ont été cédées non pas à un cours des monnaies étrangères éliminant toute perte pouvant résulter de la différence entre leur prix d'achat et de vente et, par là, déterminant une baisse accentuée de la drachme, mais à un prix dépassant en moyenne de 20 0/0 seulement, celui correspondant à la parité du dollar (voir le tableau des cours du change, page 93. C'est la raison pour laquelle le compte de la loi Γ X M B a pu, quand même, présenter un déficit important, qui pouvait finir par tomber définitivement à la charge du Trésor (voir page 132, note 3).

drachme les mouvements de cette dernière monnaie, ce qui équivalait, en somme, à l'établissement d'une nouvelle parité (1).

Or, à part de la question de savoir si la nouvelle base de parité choisie était la meilleure, l'attitude adoptée, n'ayant pas pris la forme d'un amendement de l'article 8 de la loi de 1910 (2) et n'étant pas combinée avec le retour à une application intégrale du système introduit par cette loi (3), ne cessait pas d'avoir le caractère d'un essai et d'une situation provisoire et, par conséquent, laissait subsister tous les désavantages de l'incertitude (4) que nous avons dépeints jusqu'ici et dont nous pourrions suivre les effets dans la section suivante (5).

(1) Voir page 92.

(2) Ce qui impliquerait la volonté de maintenir le fonctionnement du mécanisme de cette loi et d'assurer les effets multiples qu'il peut avoir sur le marché des changes.

(3) Nous voulons entendre par là, la couverture complète des autres banques et du marché en général, en change aux cours officiels sur n'importe quel pays.

(4) Le public allant jusqu'à escompter une suppression prochaine du contrôle du marché des changes. Or, le maintien de ce contrôle étant encore indispensable (voir pages 102-110 et s'adaptant très bien au système I X M B (voir t. I, pages 310-311), une politique définie, basée sur ce système, aurait également démontré la volonté du Gouvernement de conserver l'interdiction de sortie de capitaux. Sur ce point, d'ailleurs, le Gouvernement n'a jamais hésité, ainsi que nous l'avons vu, quant à l'attitude qu'il devait observer.

(5) Nous ne nous arrêtons pas ici à examiner si le choix de la livre sterling comme base de la réglementation du change d'après le mécanisme I X M B était heureux, ni à rechercher quelle pourrait être à sa place la nouvelle base sur laquelle la parité

SECTION III

Les conséquences de la baisse de la drachme et la nouvelle politique de change adoptée.

§ 1. — *L'intérêt du marché à la baisse de la drachme et l'action qu'il a exercée dans ce but.*

Depuis la baisse marquée des principales devises européennes par rapport au dollar et qui remonte déjà aux premiers mois de 1919, il y avait en Grèce une partie du monde des affaires qui, ayant à subir des pertes importantes par suite de ce mouvement, ne voyait le salut que dans une baisse analogue de la drachme, sinon au niveau du franc, du moins à celui de la livre sterling ou au-dessous.

C'étaient surtout les banques grecques qui avaient un intérêt manifeste à voir la Grèce, non seulement aban-

de la drachme aurait dû être fixée. C'est une question, à la vérité, très délicate, qui retiendra notre attention dans le chapitre suivant.

En tout cas, la difficulté que présente l'établissement de cette base ne pouvait pas être une raison justifiant une hésitation qui prolongeait pendant des mois entiers une situation trouble. L'adoption de quelque décision que ce soit eût été préférable, à cet égard, à cet état d'incertitude, parce qu'elle eût rétabli la confiance en la drachme sérieusement ébranlée et donné l'impression d'une fermeté du Gouvernement, le montrant décidé à couper court aux manœuvres et aux spéculations sur les cours de la drachme. Cela n'eût pas mis obstacle, d'ailleurs, à une modification ultérieure de la base choisie, après une étude plus sérieuse et une expérience acquise, en tenant compte des changements dans la situation monétaire internationale.

donner la politique de la parité du dollar, pour donner une autre base de réglementation du change au système I X M B, mais encore adopter une politique de liberté absolue du marché des changes et de fixation de ce dernier sur la loi de l'offre et de la demande. Cet intérêt n'est pas difficile à découvrir quand on pense : *a*) que ces banques possédaient des disponibilités considérables en monnaies étrangères constituées dans le courant de la guerre (1) à des cours du franc et de la livre sterling sensiblement supérieurs, et qu'elles se voyaient obligées, si la parité de la drachme et du dollar se maintenait jusqu'au bout, de céder avec perte (2), maintenant que la demande de change dépassait amplement l'offre sur le marché (3) ; *b*) et que tant qu'elles

(1) C'est-à-dire pendant l'époque où, la balance des comptes de la Grèce étant favorable, elles se chargeaient du transfert en Grèce des différents profits réalisés à l'étranger.

(2) Elles n'avaient plus, en effet, la possibilité de se livrer avec profit aux opérations de fourniture de crédit au commerce d'importation, en vue de se dessaisir ainsi avantageusement de leurs disponibilités à l'étranger (voir t. I, pages 349-350). Il y aurait lieu de remarquer au sujet de ce genre d'opérations auquel se sont livrées les banques dans le courant de 1918, qu'il a été une des causes indirectes de la crise de change actuelle, puisqu'il a contribué à diminuer sensiblement les disponibilités du pays en monnaies étrangères et surtout en dollars. On peut donc y trouver déjà un des éléments capables de démontrer la responsabilité des banques dans la baisse de la drachme qui s'en est suivie.

(3) Elles ne pouvaient, en effet, essayer de s'éviter cette perte, qu'en se décidant à immobiliser pendant un temps indéfini, une grande partie de leur actif.

Nous avons déjà signalé l'importance des disponibilités en change des banques (voir pages 113-114). Il est cependant impossible d'en donner le chiffre exact à une époque donnée et la

étaient gênées par l'application stricte du système R X M B elles ne pouvaient même pas espérer compenser ces pertes par la fixation d'une différence suffisante entre le prix d'achat et de vente du change (1),

raison en est simple : les bilans de la plupart de ces banques, s'ils donnent à l'actif le chiffre de leurs disponibilités à l'étranger, ne notent pourtant pas toujours au passif le montant de leurs exiguïtés en change, ces dernières étant englobées dans les différentes rubriques du passif et plus particulièrement dans celle des dépôts à vue. Or, il est évident que pour autant que les disponibilités à l'étranger d'une banque ne représentent que des dépôts exprimés en monnaies étrangères chez elle, elles ne peuvent pas être considérées comme des réserves de change lui appartenant et, par conséquent, susceptibles de lui occasionner une perte par suite de la baisse des changes. Toutefois, nous ne voulons pas dire que les moyens de change des banques n'étaient pas considérables à cette époque, ce qui n'est contesté par personne pas plus que par les banques elles-mêmes.

(1) Puisque le jeu de la loi de 1910 réduisait cette marge au minimum (voir t. I, pages 178 et suivantes) et que, si les banques ne se décidaient pas à céder leurs disponibilités de change et ne voulaient pas laisser échapper leur clientèle, elles n'avaient d'autre alternative que de lui procurer les traites dont elle avait besoin, en allant chercher du change auprès de la Banque Nationale et en le lui vendant au même prix (puisque autrement les particuliers eussent préféré s'adresser directement à la Banque Nationale). Dans ces conditions elles ne pouvaient même pas profiter de la petite marge laissée par le système R X M B.

Il y a cependant lieu de remarquer que, dans la pratique, les choses ne se passèrent pas exactement ainsi, de sorte que les banques ont pu s'assurer, malgré tout, jusqu'au commencement de 1919, des bénéfices de change importants, cela pour deux raisons :

a) La Banque Nationale a établi depuis 1913, entre le prix d'achat et celui de vente de change, une différence plus grande que celle fixée par la loi de 1910, étant donné qu'à partir de cette date, le minimum et le maximum fixés par l'article 8 ne

ou par des spéculations sur le change (1) en profitant des fluctuations accentuées des devises étrangères ou en en créant sur le marché d'Athènes (2).

correspondaient plus à la valeur de la plupart des monnaies étrangères et que, par conséquent, la lettre de la loi, sinon l'esprit, laissait toute latitude à la Banque dans la fixation de ses prix. De sorte que les autres banques purent aussi, concernant leurs propres opérations de change, établir une marge suffisante entre leur prix d'achat et celui de vente du change.

b) Mais il y a plus, ces banques faisaient souvent une différence sensible (parfois de plusieurs points) avec la Banque Nationale dans leurs prix d'achat et de vente de change, différence leur assurant une marge importante de bénéfices. Le fait que, malgré cela, le public continuait à s'adresser à elles pour effectuer ses opérations de change, peut s'expliquer par les trois considérations suivantes : 1° ces banques fournissant au commerce du crédit d'une façon beaucoup plus large que la Banque Nationale (voir t. I, pages 349-350), les importateurs ayant besoin de ce crédit acceptaient facilement de payer le change plus cher ; 2° ces mêmes banques n'ayant pas le caractère officiel de la Banque Nationale, devaient être moins strictes dans l'observation des règles concernant l'interdiction de sortie de capitaux (voir page 103), ce qui était capable de contrebalancer largement auprès du public leurs prix de vente de change plus élevés ; 3° enfin, la disproportion entre l'offre et la demande de marchandises était telle sur le marché et les prix si élevés par suite de l'inflation, que les importateurs avaient une marge suffisante de bénéfices pour accepter, sans trop marchander, n'importe quel prix de vente de change.

(1) L'abolition de la spéculation fut, en effet, un des principaux avantages du système I X M B. Voir t. I, page 158.

(2) Dans ces conditions, il y a lieu de s'étonner de voir les banques grecques, surtout dans les circonstances actuelles de fluctuations continuelles des changes, se décider à constituer une grande partie de leur actif en monnaies étrangères, dès l'instant qu'elles ne peuvent absolument rien dans la fixation des cours du change et que, pour un bénéfice peu élevé, elles courent le risque de pertes considérables. L'explication ne peut résider que

A côté des banques, il y avait tous les possesseurs de disponibilités à l'étranger, qui (1) avaient un intérêt manifeste à la baisse de la drachme, sans parler des spéculateurs en bourse possesseurs de monnaies étrangères baissant de plus en plus, ou bien porteurs de titres cotés à la fois à Athènes et à Paris ou Londres. Et toutes ces personnes ne pouvaient espérer pour réaliser un profit, que dans une baisse de la drachme et dans une liberté absolue du marché des changes.

Or, le maintien en application du système Γ X M B sur la base de la fixation de la drachme sur la parité du dollar, constituait un obstacle insurmontable à ces aspirations. Aussi banques et particuliers cherchaient-ils une occasion de mettre la Banque Nationale dans la nécessité d'abandonner la politique adoptée depuis 1915. Cette occasion se présenta vers le milieu de 1919 dans les conditions que nous avons vues dans la première section. Et la Banque Nationale, sans aucune raison plausible, sauf qu'elle avait un intérêt analogue à celui des baissiers de la drachme, a laissé se produire pour la première fois depuis 1910 la baisse de la valuta grecque, qu'elle a consacrée depuis.

Néanmoins, une fois cette baisse permise, le retour à la parité du dollar devenait difficile et le jeu des intéressés à la baisse de la drachme trop aisé. En effet, une

dans l'impossibilité pour ces banques de placer leurs disponibilités à l'intérieur, impossibilité sur les raisons de laquelle nous n'avons pas à nous attarder de nouveau ici.

(1) Ayant ajourné jusque-là le transfert de ces disponibilités en Grèce, voyaient maintenant leur valeur diminuer tous les jours, par suite de la baisse des monnaies dans lesquelles elles étaient constituées.

des principales raisons pour lesquelles le change n'a pu retrouver de nouveau sa fixité, c'est précisément les conditions dans lesquelles s'est accomplie sa première baisse (1).

Le public y a vu la possibilité d'un abandon de la politique de parité du dollar suivie jusque-là, et l'irrésolution du Gouvernement à imposer à la Banque Nationale le respect de la loi et à interdire aux autres banques leurs agissements (2).

Dès lors, la confiance en la drachme ne pouvait qu'être ébranlée et, dans ces conditions, il était naturel que les détenteurs de change sur Londres ou New-York ne cédassent pas leurs disponibilités, dans l'espoir de trouver plus tard des cours plus avantageux, et que d'autre part, le commerce d'importation s'empressât

(1) Voir page 100.

(2) Remarquons à cette occasion que les arbitrages que nous avons vu se produire sur une grande échelle depuis les premiers mois de 1919, en raison de la situation des changes, n'ont pas absolument cessé pendant le deuxième semestre de cette année-là, le franc étant coté assez souvent par la Banque Nationale et presque toujours sur le marché libre (voir page 146, note 1) plus cher qu'il n'aurait dû l'être en comparaison des cours de la livre sterling et du dollar, de sorte que le public préférerait effectuer ses remises en France en ces dernières monnaies. La Banque Nationale semble invoquer volontiers, pour justifier cette irrégularité, les difficultés des communications télégraphiques. Mais on pourrait peut-être en donner une explication plus plausible, consistant en ce que la Banque Nationale ne devant pas couvrir sans difficultés les autres banques par du change sur Paris, ces dernières n'avaient aucune raison de céder avec perte leurs propres réserves de change. Aussi le franc était-il souvent en hausse sur le marché d'Athènes, mouvement que la Banque Nationale avait tout intérêt à laisser se produire.

de passer des commandes à l'étranger et d'acheter le change nécessaire pour leur règlement.

De leur côté, les spéculateurs et aussi les banques, non contents de cette première tension des changes, profitaient de cet état d'incertitude et de cet affaiblissement naturel de la confiance du public en la drachme, qu'ils n'ont pas manqué d'exploiter afin de la discréditer encore davantage aux yeux du public.

En arguant du déficit manifeste de la balance des comptes et de l'inflation intérieure, ils présentaient la bonne allure du change grec comme illogique et factice et s'empressaient de faire ressortir les maux de l'intervention gouvernementale et du contrôle sur le marché des changes, en se gardant bien de faire valoir au public les grands avantages et la base solide du système existant de circulation et de change de la Grèce, celui de la loi Γ X M B (1).

Et les meneurs de cette campagne avaient beau jeu dans leur argumentation, puisqu'ils pouvaient prétendre que le système constituant la base de la politique monétaire de la Grèce, n'a pas pu lui éviter, malgré ses réserves de change, une baisse de sa monnaie nationale, ni les fluctuations brusques du change avec leurs conséquences (2).

(1) Il faut cependant avouer que cette base du système grec, c'est-à-dire ses réserves de change à l'étranger, avait été fortement ébranlée, à partir du moment où le Gouvernement faisait figurer à l'actif du compte de cette loi des crédits non immédiatement réalisables, tandis qu'il contribuait à l'épuisement des réserves immédiatement disponibles de ce compte en y recourant constamment pour ses propres besoins de change.

(2) En effet, comment le système Γ X M B pouvait-il continuer à produire ses effets, du moment que l'organisme chargé de sa

En réalité, depuis l'apparition de cette politique incohérente et de cette attitude hésitante du Gouvernement, on pouvait dire sans se tromper, qu'on avait à la fois les inconvénients de l'intervention (contrôle, etc.) et les inconvénients de la liberté (spéculation, etc.) (1) Chacun tirant de son côté selon son intérêt.

§ 2. — *Le Congrès convoqué pour délibérer sur la question du change.*

Malgré tous ces inconvénients de l'incertitude et bien que le Gouvernement fût au courant des manœuvres du marché et comprit et appréciait à sa juste valeur le système monétaire de la Grèce, ainsi que l'intérêt, voire la nécessité qu'il y avait à son maintien en application (2), il a préféré, avant d'adopter une politique au sujet du change, consulter l'opinion publique par l'intermédiaire de ses représentants les plus qualifiés dans la question.

gestion ne croyait pas en lui, ou plutôt avait intérêt à ne pas le laisser exercer son influence régulatrice?

(1) Beaucoup de pays se trouvent actuellement dans une situation analogue, précisément parce que, si l'intervention gouvernementale et le contrôle du marché des changes ont été imposés par les circonstances, ils ont néanmoins l'inconvénient d'être introduits dans des pays dont les systèmes monétaires et leur bon fonctionnement reposent sur la liberté. Cela n'était pas jusque-là le cas du système monétaire de la Grèce. Mais l'abandon partiel de ce système ne pouvait que rendre apparents les inconvénients de l'intervention.

(2) Toutes ces considérations se trouvent d'ailleurs synthétisées par M. Venisélos, dans son discours déjà cité (voir page 99, note 2).

Aussi le Gouvernement convoqua-t-il un congrès (1) auquel prirent part les représentants des Chambres de commerce, de la finance et du monde des affaires en général (2). Et il ne manqua pas, d'ailleurs, d'exprimer devant ce congrès son opinion, par la bouche même de M. Venisélos, lequel après avoir réfuté l'opinion des banques sur la question du change et avoir fait ressortir la responsabilité de ces dernières ainsi que celle de la Banque Nationale dans la baisse de la drachme (3), exposa les avantages du système Γ X M B tel qu'il avait été appliqué jusque-là, et formula la ferme résolution du Gouvernement de poursuivre sa politique basée sur son mécanisme, d'autant plus que l'ensemble de la situation économique et plus particulièrement l'état de la balance des comptes, ne pouvaient point justifier, malgré les espérances, une politique contraire, les réserves de change du système étant encore très considérables à l'étranger (4).

(1) Fin novembre 1919, après le retour en Grèce de M. Venisélos.

(2) Le peu d'empressement des banques à prêter leur concours au Gouvernement relativement à la question de la réglementation du change, s'est encore manifesté dans cette circonstance. Ainsi, le représentant du Gouvernement, M. Lecatsas, a-t-il pu constater l'abstention systématique des représentants des banques dans les réunions et les délibérations du Congrès.

(3) Nous avons déjà reproduit le passage du discours de M. Venisélos relatif à cette question, à la page 99, note 2.

(4) Voici comment s'est exprimé à ce sujet M. Venisélos :
« ...Je considère de mon devoir de vous dire quelques mots sur les conceptions gouvernementales relativement au sujet soumis à l'examen du Congrès. Inutile de vous dire que nous examinerons avec la plus grande attention les conceptions du monde commer-

C'est ainsi que la question posée au Congrès par le représentant du Gouvernement ne fut pas celle de savoir s'il fallait choisir (1) entre le système Γ X M B et la li-

cial et industriel, il est cependant bon que celui-ci connaisse quelques conceptions gouvernementales, de manière que le Congrès n'arrive pas, par ignorance de celles-là, à des conclusions absolument contraires, ce qui apporterait de la confusion qui ne faciliterait pas l'œuvre poursuivie... Je me trouve en contradiction avec les conceptions des banques en ce qui se rapporte à la résistance économique du pays. Même s'il s'agissait d'admettre les chiffres que M. Loverdos a apportés ici, sur la balance commerciale du pays, balance d'une année extrêmement défavorable, puisque nous sommes encore en guerre et que nous avons pendant cette année une exportation exceptionnelle et abondante d'argent pour les besoins de l'importation des céréales, même s'il s'agissait d'admettre ces chiffres, nous pourrions maintenir que les facteurs qui nous sont défavorables le sont tellement peu que, avec les réserves que nous possédons à l'étranger, aussi bien gouvernementales que bancaires, nous pourrions sûrement passer pour ainsi dire la période de trois années environ, pendant lesquelles nous aurons peut-être la balance défavorable, pour arriver à la période pendant laquelle elle redeviendrait favorable pour la Grèce. Mais sur ce point, l'Etat s'est trouvé en contradiction avec les conceptions des banques, non seulement des autres banques, mais encore de la Banque Nationale de Grèce...

« ... Je considère encore de mon devoir de dire que je ne suis pas d'accord avec ce qu'a dit M. Loverdos, dont l'opinion est qu'il est bon que le Gouvernement laisse aux banques le soin de réglementer tout ce qui se rapporte au change, celui-là n'exerçant qu'une surveillance éloignée. Vous ne nous trouverez point d'accord en cela. *Il est impossible de confier l'administration du change aux banques, tant qu'existe la loi Γ X M B. Il est impossible que le Gouvernement se désintéresse et laisse à l'initiative des banques l'administration du change, qui se fera étatiquement. Il est probable que nous utiliserons l'organisme des banques quand il s'agira de réglementer cette question, mais la réglementation se fera par l'Etat...* »

(1) Du moins d'après les résumés de la presse que nous avons en vue.

berté absolue (1), mais plutôt celle de savoir quelle devait être la base et le mécanisme sur lesquels on réglerait dans l'avenir les cours du change, de façon à les rendre aussi stables que possible et favorables à la consommation et de façon à raffermir définitivement la confiance dans la drachme qui avait fini par être ébranlée (2).

(1) On s'est cependant posé aussi la question de savoir s'il n'y aurait pas lieu de ne maintenir la réglementation du change sur la base du système F X M B, que pour certaines catégories seulement des transactions s'y rapportant.

(2) M. Lécatsas paraît avoir tenu à faire ressortir devant le Congrès les avantages du système F X M B auquel la Grèce était redevable de la fixité de son change jusqu'à 1919, afin de le convaincre de l'intérêt qu'il y avait à son maintien. Cette manière de voir était indubitablement la meilleure, et pour ceux qui savent la connaissance qu'a M. Lécatsas du système monétaire grec, il ne pouvait y avoir aucun doute sur son opinion.

Seulement, afin d'appuyer cette opinion, il est rapporté qu'il a été jusqu'à dire que, grâce à la couverture intégrale en réserves de change à l'étranger instituée par la loi de 1910, la drachme devait être considérée comme conservant toute sa valeur. Ici, M. Lécatsas ne semble pas avoir absolument raison, ce qui ne diminue d'ailleurs en rien, comme il a été expliqué, la valeur du système F X M B. En effet, s'il se place au point de vue de la valeur de la drachme à l'intérieur (inflation), il ne paraît pas exact de considérer que cette valeur n'est pas atteinte, étant donné qu'elle dépend, non pas de l'importance de la couverture des billets en circulation, mais bien de leur quantité (voir pages 48-49). S'il se place, par contre, au point de vue de la valeur de la drachme à l'étranger (change), le raisonnement paraît encore faible, parce que si, sous cet aspect, la couverture a une grande importance, celle-ci dépend non seulement de son montant mais aussi de sa nature. Il nous paraît alors un peu difficile d'assimiler, surtout au moment où parlait M. Lécatsas, les simples crédits plus ou moins facilement réalisables, aux dépôts immédiatement disponibles prévus par la loi de 1910 (voir pages 118 et suivantes et 150, note 1).

Il est clair que pour cela, on n'avait qu'à revenir à l'application stricte de la loi Γ X M B, tout en adoptant, s'il était nécessaire, une nouvelle base de parité de la drachme, et tout en maintenant pendant un certain temps le contrôle sur le marché des changes. Et le Congrès des Chambres de Commerce n'avait aucune raison avouable pour ne pas être de cet avis (1). Aussi la décision à laquelle il est arrivé ne s'en éloignait-elle pas beaucoup (2). Elle a été formulée dans une série de conclusions qui ont été soumises au Gouvernement, et parmi lesquelles celles qui intéressent directement la question du change sont les suivantes :

1° Modification sur plusieurs points de la loi sur le contrôle du change, de façon à ce que des facilités soient accordées au commerce.

2° Le maintien de la livre sterling comme base des cours de la drachme, sous la condition que la Banque Nationale reste simple administrateur de la loi Γ X M B et renonce à l'achat et à la vente de change pour son propre compte ; *ou bien* : l'institution d'une commission

(1) Puisque ce n'était que la fixité du change qui pouvait assurer au commerce de justes profits, tandis que la baisse des devises étrangères ne pouvait qu'être bien vue du commerce d'importation ; au point de vue du commerce d'exportation nous nous expliquerons plus loin.

(2) Quoiqu'il lui fallait concilier des intérêts et des opinions diamétralement opposés. Il serait inutile de résumer les différentes opinions exprimées au cours des délibérations du Congrès, dont beaucoup étaient manifestement inspirées des intérêts particuliers des orateurs, et d'autres basées sur une connaissance insuffisante des leçons de la science ou même de l'expérience ainsi que de la législation et de la situation économique et monétaire de la Grèce.

composée des représentants du Gouvernement et de la Banque Nationale, ainsi que de ceux des autres banques et des Chambres de Commerce siégeant à tour de rôle, qui fixerait le prix de vente de change sur les réserves de la loi Γ X M B, ainsi que celui de l'achat de change (1).

Le Gouvernement semble avoir été influencé par ces vœux et avoir rappelé la Banque Nationale à une observance plus stricte de la loi Γ X M B. Puis, en considération de l'épuisement progressif des réserves de cette loi et des pertes qui en découleraient pour le Trésor, au lieu de revenir à la parité du dollar, on semble avoir adopté une politique de fixation de la drachme aux environs de la parité de la livre sterling, puisque depuis les derniers jours de 1919 jusqu'au 22 janvier 1920, le change sur Londres resta fixé à 25,40 sur le marché d'Athènes, tandis que les autres devises, le dollar compris, oscillaient sur la base de cette parité (2).

Or, pendant ce temps, la campagne visant à discréditer la drachme (3) suivait son cours et faisait se répan-

(1) On pourrait facilement entrevoir dans ces conclusions, l'expression d'un certain blâme envers la Banque Nationale et la façon dont elle a pu administrer dans ces derniers temps le système Γ X M B. En effet, des discussions du Congrès se dégagent la sensation d'un mécontentement à peu près général, parfois même exagéré, du monde des affaires envers la Banque Nationale.

(2) La décision prise nous semble heureuse dans ses lignes générales. Mais ce qui a manqué pour la rendre efficace c'est une déclaration du Gouvernement l'annonçant définitive et la conviction du public dans cette idée. Aussi n'a-t-elle point raffermi la confiance en la drachme, ni diminué le déséquilibre entre l'offre et la demande de change sur le marché.

(3) Voir pages 150 151.

dre la conviction que, malgré les efforts du Gouvernement à lui conserver une valeur factice, l'épuisement des réserves de change réellement disponibles et les difficultés rencontrées pour la réalisation des crédits alliés, ainsi que la situation nettement défavorable de la balance des comptes du pays, ne pouvaient qu'amener une baisse accélérée de la drachme. Ces manœuvres, en entamant la confiance du public dans la valeur de la monnaie nationale, ne pouvaient que rendre le déficit de la balance économique plus considérable et plus difficile à combler (1). Il s'ensuivit que les réserves de change proprement dites du système Γ X M B vinrent à s'épuiser vers la fin de janvier dernier, tandis que les démarches du Gouvernement visant à la réalisation des avances alliées n'avaient pas encore abouti au résultat désiré (2).

§ 3. — *Le décret-loi du 22 janvier 1920 et ses effets sur les cours du change.*

Le Gouvernement a vu, en présence de ce concours de circonstances fâcheuses, l'impossibilité de suivre, tout au moins pour le moment, la politique de change basée sur le système Γ X M B, qu'il avait toujours défendu et essayé d'appliquer jusque-là. Aussi s'est-il pro-

(1) Voir pages 127-128.

(2) L'impossibilité de maintenir la livre sterling à 25,40 devenait alors manifeste, la Banque Nationale n'ayant plus à en fournir et personne ne se décidant à céder les siennes à ce taux. Cette remarque s'applique également aux cours des autres monnaies.

duit un revirement inattendu dans son attitude. Il a pensé que le seul moyen de raffermir la confiance en la drachme et de faire face à la situation, était de laisser le marché libre de fixer les cours du change, dans la conviction que ces cours ne pourraient pas tarder à baisser d'eux-mêmes, en présence de la situation favorable de la balance économique de la Grèce qui était à prévoir (1). Quant aux réserves T X M B provenant des avances alliées qui ne devaient pas tarder à devenir disponibles, le Gouvernement a jugé bon de se les réserver pour ses propres besoins de change et ceux du ravitaillement.

Aussi a-t-il pris en Conseil de Cabinet une décision (2) sous forme d'un décret-royal, en date du 22 janvier 1920 (3). Et le lendemain, jour pendant lequel la Bourse d'Athènes resta fermée par ordre du Gouvernement, celui-ci adressa aux banques une circulaire expliquant les modalités du décret.

(1) Les différents facteurs de la balance des comptes, sur lesquels le Gouvernement basait son optimisme, seront étudiés dans le chapitre suivant.

(2) Qui, dans la pensée du Gouvernement, ne devait être que provisoire.

(3) Il s'agit manifestement d'un décret-loi que le Gouvernement se réservait de faire ratifier par la Chambre. Il est, en effet, évident que ce n'est qu'une loi qui pouvait abroger ou modifier celle du 19 mars 1910. Mais en mettant de côté cette question de forme, il est hors de doute que le décret dont il s'agit, qu'il soit opportun ou non, mettait enfin un terme à la série d'illégalités en matière monétaire que nous avons pu constater depuis 1915 ou tout au moins depuis le milieu de 1919. A dater de l'apparition de ce décret, la question de la réglementation du change en Grèce était tout au moins régie par un texte établissant une politique déterminée et un régime sur lequel on pouvait dès lors se baser.

Cette décision qui constitue une abrogation partielle du système F X M B, institue deux cours du change en Grèce : l'un officiel et l'autre du marché :

1° Le premier est fixé d'après les principes, et selon les clauses d'ailleurs modifiées de la loi de 1910, et concerne le taux auquel seront dorénavant cédées les réserves de change de cette loi.

2° Le deuxième est fixé librement sur le marché du change par le jeu de la loi de l'offre et de la demande.

Mais comment la co-existence de deux cours différents de change est-elle possible et pourquoi le public ne se procurerait-il pas le change dont il aurait besoin auprès de la Banque Nationale, en tant que détentrice des réserves F X M B, dès que les cours du marché s'éloigneraient, si peu que ce soit, du cours officiel ?

— Parce que, en vertu du décret ci-dessus, les réserves de change de la loi F X M B, ne peuvent plus être utilisées que : 1° pour les fournitures du Gouvernement à l'étranger et 2° pour les commandes à l'étranger concernant seulement les articles suivants : céréales, charbon, pétrole, farines, riz, légumes secs, sucre, bétail et viande frigorifiée (1).

(1) Seulement, pour que les importateurs que cette deuxième catégorie regarde puissent profiter d'un change à bon compte, ils doivent subir le contrôle de l'Etat, aussi bien pour l'achat que pour la disposition des articles dont il s'agit. C'est ainsi que la fourniture de change aux particuliers sur les disponibilités de la loi F X M B, est soumise à l'obtention préalable d'une licence accordée par une commission composée de cinq membres et siégeant auprès du Ministère du Ravitaillement. Cette licence n'est accordée qu'après vérification de l'existence d'un besoin réel pour le pays des marchandises qu'il s'agit d'importer, et pour autant

Il ne faut pas croire, d'ailleurs, que le prix de vente de change sur les disponibilités de la loi Γ X M B soit dorénavant fixé au pair, c'est-à-dire à celui du dollar. Ce prix est établi par décision d'une commission (1) qui peut encore permettre, le cas échéant, qu'une partie des réserves de la loi soit disposée pour les besoins généraux du marché (2). Il faut y voir une deuxième dérogation aux dispositions de l'article 8 (3).

que le prix d'achat est avantageux (le frêt et les autres frais étant calculés) ; de plus cette licence doit être soumise au visa du Ministre. La même commission fixe également les prix de vente ainsi que la répartition des marchandises ainsi achetées.

(1) Composée des Ministres des Finances, de l'Economie Nationale et du Ravitaillement, ainsi que du Gouverneur de la Banque Nationale.

(2) On pourrait se demander dans quelles circonstances la Commission prendra une telle décision : si c'est en cas de pénurie manifeste de change sur le marché, les nouvelles mesures n'auront presque aucun effet pour la conservation des réserves Γ X M B et si c'est dans le cas contraire, elles seront également inutiles. Cette disposition ne peut avoir pour but que d'influencer les détenteurs de change qui ne se décident pas à le céder, en raison de la crainte qu'une décision de la commission dans le sens de fourniture de change au marché fasse baisser les changes étrangers.

(3) Comme suite à ces nouvelles mesures : 1° la fourniture de change de la part de la Banque Nationale aux autres banques, sur les disponibilités de la loi Γ X M B, est supprimée ; 2° ces banques sont complètement libres pour la fixation du prix d'achat et de vente de change sur l'étranger ; 3° sont également libres les transactions entre les différentes banques ; 4° enfin, sont dorénavant compris dans la provision de traites en drachmes tirées par les banques étrangères ou les succursales à l'étranger des banques grecques, les groupes en drachmes envoyés du dehors. — Quant aux autres dispositions relatives au contrôle du marché du change, elles continuent à rester en vigueur.

Le contre-coup d'un changement aussi radical et aussi soudain dans la politique de change de la Grèce ne se fit pas attendre. Aussitôt la nouvelle connue, une fièvre inaccoutumée s'empara du monde des affaires et, malgré la fermeture de la Bourse, d'amples transactions sur le marché libre des changes eurent lieu et de grandes hausses des cours furent signalées, le marché craignant une pénurie extrême des devises étrangères dans la suite. Il s'agissait d'une véritable crise de change. Le lendemain 24 janvier, la cote de la Bourse enregistrait une hausse subite des changes par rapport à la séance précédente ce qui suscita des inquiétudes sérieuses du Gouvernement (1) et du public, de longs commentaires et de vives polémiques dans la presse (2).

(1) Quoiqu'en prenant cette mesure il s'attendait à une certaine hausse des changes. Aussi s'occupait-il de la situation dans des Conseils de Cabinet répétés. En vue d'apaiser la surexcitation du marché et de démontrer les bonnes conditions monétaires de la Grèce, M. Venisélos a fait à la séance de la Chambre du 28 janvier 1920, de longues déclarations sur le change, dans lesquelles il a particulièrement insisté sur les prévisions du Gouvernement concernant une balance des comptes favorable dans les années prochaines, ainsi que sur l'importance des réserves de change que le pays possédait encore à l'étranger.

(2) Les uns considérant la mesure comme malheureuse, les autres comme ayant dû être prise beaucoup plus tôt. Pour ceux-là, cette mesure et la hausse brusque des changes qui s'en est suivie était l'aboutissement inévitable de l'intervention gouvernementale en matière de change et plus particulièrement de l'interdiction de sortie des capitaux ; pour ceux-ci elle était la conséquence fatale du retard apporté au contrôle du marché des changes et à son manque de fermeté.

Comme on le voit, il s'agit d'opinions inspirées du point de vue des différentes doctrines économiques, invoquées selon les besoins de la cause et nullement appropriées à la situation par une étude approfondie de cette dernière.

Cette panique du premier moment eut l'air de s'apaiser vers la fin du mois ; mais depuis lors, sous le nouveau régime de change (1), les devises étrangères n'ont

(1) Dans le tableau suivant des cours du change sur la place d'Athènes pendant les mois de janvier et février 1920, on pourra constater les mouvements dont on parle :

Cours du Change

Dates	Janvier 1920			Février 1920		
	Sur Paris	Sur Londres	Sur New-York	Sur Paris	Sur Londres	Sur New-York
1	—	—	—	62,75	30,00	9,00
2	62,50	25,40	6,95	—	—	—
3	62,50	25,40	6,95	64,50	30,50	9,00
4	62,50	25,40	6,84	65,50	31,50	9,10
5	—	—	—	66,50	32,50	9,50
6	—	—	—	67,75	32,50	9,90
7	62,00	25,40	6,86	68,50	33,00	10,00
8	62,00	25,40	6,86	70,00	32,70	9,80
9	61,50	25,40	6,89	—	—	—
10	61,08	25,40	7,2041	—	—	—
11	61,50	23,00	6,09621	71,00	32,50	9,60
12	—	—	—	67,50	32,30	9,50
13	61,50	25,40	7,03	67,00	32,10	9,40
14	61,50	25,40	7,03	66,50	31,60	9,25
15	60,50	25,40	7,0750	—	—	—
16	59,00	25,40	7,1113	—	—	—
17	58,50	25,40	7,2110	65,50	31,40	9,25
18	58,50	25,40	7,2110	64,50	31,10	9,10
19	—	—	—	61,50	31,10	9,10
20	58,00	25,40	7,2541	65,00	31,50	9,20
21	58,50	25,40	7,3088	65,25	31,50	9,20
22	58,50	25,40	7,3088	65,50	32,50	9,30
23	(marché fermé)			—	—	—
24	65,00	32,00	10,00	66,50	32,50	9,20
25	66,50	32,75	10,00	66,50	32,40	9,10
26	—	—	—	65,00	32,15	9,10
27	65,50	32,00	9,50	66,00	33,00	9,10
28	63,50	31,00	9,00	67,00	33,10	9,00
29	63,50	31,00	9,00	67,50	33,10	8,80
30	62,00	30,00	9,00	—	—	—
31	62,00	30,00	9,00	—	—	—
Moyenne :	61,54	27,006	7,695	66,18	32,067	9,282

pas cessé de se maintenir, avec des variations plus ou moins longues et accentuées, à des cours exceptionnellement élevés, plus élevés même, en général, que ceux des journées de crise (1).

Telle est la situation au moment où nous écrivons (2).

Ce tableau est établi sur les chiffres donnés par le *Bulletin quotidien des cours de la Bourse de la Banque Populaire*, le seul complet que nous ayons au moment où nous écrivons. Il a néanmoins l'avantage d'enregistrer les cours réels du marché.

Il est, en effet, à signaler que les cours donnés par la cote de la Banque Nationale, pour les jours de crise, sont sensiblement plus modestes, ce qui prouve les efforts accomplis par cet établissement au moyen de ses propres réserves pour retenir, autant que possible, les cours à un niveau raisonnable. La comparaison des deux cotes est très significative à ce sujet.

Ainsi, dans la cote de la Banque Nationale, du 24 janvier, le franc est coté à 59 1/2-60,25, la livre sterling 29-29,25, le dollar 8,77-8,86..

(1) C'est ainsi, par exemple, que le 14 mars (dernier cours que nous ayons sous les yeux) le dollar était coté 9,50 drs., tandis que la livre sterling atteignait 36,50 drs.

(2) Une des questions qui ont le plus préoccupé le Gouvernement et l'opinion depuis la hausse brusque des changes en Grèce, fut l'effet fâcheux qu'elle ne pouvait manquer d'avoir sur les prix et la cherté de la vie.

Il est vrai qu'il y avait en Grèce des raisons pour que cette répercussion ne soit pas trop sensible, car : a) En ce qui concerne les articles de consommation de première nécessité (y compris le charbon), leurs prix ne devaient pour ainsi dire pas être affectés, puisque le change nécessaire à leur importation continuerait à être fourni sur les réserves T X M B à des cours devant être généralement fixés à un niveau presque égal aux cours antérieurs, et que leurs prix de vente seraient fixés par voie officielle (voir page 159, note 1); b) Quant aux autres articles d'importation, il y en avait en Grèce des stocks considérables, évalués à des centaines de millions, achetés à des cours de change plus modestes, sans parler des fortes quantités de marchandises commandées et devant arri-

Et il n'y a pas, à notre avis, beaucoup de probabilités que les changes reviennent rapidement, sous l'action du système adopté, à des cours plus normaux (1), en dépit des prévisions optimistes du Gouvernement (2).

Tel fut l'aboutissement de la période semestrielle des

ver dans un délai de six mois, lesquelles avaient déjà été payées par du change acheté avant la nouvelle hausse. Par conséquent, l'importation devant se ralentir en raison de cette dernière, le prix de revient des marchandises à vendre serait pour longtemps celui résultant des anciens cours.

Or, si le prix de revient des grosses quantités de marchandises déjà importées ou de celles à importer pendant les mois prochains, restait inchangé, cela n'impliquerait pas qu'il en serait de même pour leur prix de vente. Il fallait, en effet, tenir compte d'une loi économique inéluctable suivant laquelle les marchands n'ayant pas à craindre la concurrence de nouvelles commandes, s'empresseraient de hausser leurs prix sur la base des nouveaux cours du change.

Il y avait donc lieu d'empêcher cette hausse illicite en vue de protéger, autant que possible, les consommateurs. C'est ce qu'a fait le Gouvernement par tous les moyens en son pouvoir, et plus particulièrement en invitant les tribunaux à une application sévère des lois récentes sur les profits illicites et le public à dénoncer tous les cas dont il pourrait être victime.

(1) Pour des raisons multiples se rapportant, sinon au facteur de la balance des comptes, du moins à celui de la confiance (action de la spéculation) et surtout à celui de la valeur (inflation). Ce point de vue essentiel sera examiné attentivement dans le chapitre suivant.

(2) Lesquelles semblent basées surtout, sur des considérations se rapportant uniquement au facteur de la balance des comptes, laquelle ne semble pas devoir continuer à être défavorable à la Grèce. D'ailleurs, en vue de réduire, dans la mesure du possible, le déficit actuel de cette balance, le Gouvernement a jugé nécessaire de mettre un frein à l'importation inconsidérée des articles de luxe qui avaient absorbé jusqu'ici des sommes considérables de change et avaient submergé le marché. Aussi a-t-il chargé la

perturbations cambiales sur le marché grec, provoquées par l'inapplication d'une partie du système monétaire et de change auquel la Grèce devait, depuis 1910, la fixité absolue de sa valuta nationale : La confirmation officielle de l'abandon de ce système et la renonciation aux multiples avantages qu'il comporte, et plus particulièrement à la stabilité de la drachme, laquelle a été, jusqu'à 1919, un signe de vigueur monétaire dont la Grèce a largement profité et dont elle a pu être fière à juste titre.

Il nous semble qu'on peut dire maintenant sans hésiter que cet événement, s'il fut la conséquence indirecte d'une situation défavorable de la balance des comptes et des difficultés et pertes que la nécessité de combler le déficit de cette balance entraînait, a surtout son origine dans la première défaillance de la Banque Nationale pour le maintien de la drachme au pair, défaillance qui a permis au déficit de la balance économique de s'aggraver et à la spéculation d'exercer une action déprimante sur la monnaie nationale.

Mais faut-il voir dans ce récent changement de politique de change l'abandon définitif du système Γ X M B ou l'impossibilité de revenir actuellement à son précieux mécanisme ? Cela ne peut pas et ne doit pas être ; d'ailleurs, nous sommes convaincu que tel est également le sentiment du Gouvernement.

Il est bien vrai qu'il est toujours plus difficile de re-

Commission des changes (voir page 159, note 1), d'étudier s'il y avait lieu d'interdire absolument l'importation des articles de luxe, ou bien d'y appliquer des droits de douane extrêmement lourds. Nous ne savons pas encore quelle est la décision à laquelle on s'est arrêté à ce sujet.

monter le courant que de le descendre. Mais l'étude des différents facteurs qui entrent en ligne de compte pour l'établissement d'une politique monétaire, ne peut que convaincre de la possibilité et de l'opportunité d'un retour au système Γ X M B et à la stabilité de la drachme au moyen de ce système, d'après une base déterminée.

Tous les efforts doivent tendre vers ce but, et les considérations sur la possibilité et les avantages d'une pareille politique monétaire dans l'avenir feront l'objet du chapitre qui va suivre.

QUATRIÈME PARTIE

L'AVENIR DU SYSTÈME Γ X M B TANT COMME RÉGIME DE CIRCULATION ET DE CHANGE DE LA GRÈCE, QUE COMME SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL.

CHAPITRE PREMIER

LA QUESTION DE SAVOIR SI LA GRÈCE,
DOIT CONSERVER DANS L'AVENIR
LE SYSTÈME Γ X M B, INTACT OU MODIFIÉ,
OU SI ELLE DOIT TOUJOURS VISER -
AU RETOUR AU RÉGIME DU COURS LÉgal.

SECTION I

Comparaison du système Γ X M B avec le régime
du cours légal, au point de vue de la circulation.

§ 1. — *Position de la question.*

Maintenant que par l'analyse du système de circulation fiduciaire et de réglementation du change, introduit en Grèce par la loi du 19 mars 1910, et par l'étude du fonctionnement de ce système pendant les dix années de son application, nous possédons les données nécessaires, nous pouvons entreprendre d'examiner quelle doit être la politique de la Grèce dans l'avenir vis-à-vis du système en question, lequel lui a rendu de si impor-

tants services pendant la période de son histoire la plus mouvementée au point de vue politique et peut-être aussi la plus compliquée au point de vue économique.

Dans la partie précédente, en étudiant les problèmes que pose la situation actuelle de la circulation fiduciaire et du change de la Grèce, nous avons déjà conclu au maintien intégral, dans les circonstances présentes, de la réglementation du change sur la base du système de la loi de 1910, et au retour dans un avenir aussi proche que possible, aux règles sévères de l'article 8 de cette loi, relativement à la couverture de la circulation. Notre point de vue était alors très limité et ne visait qu'aux moyens propres à remédier à une situation anormale et à revenir aux dispositions existantes de la législation monétaire du pays.

La question que nous nous posons ici est toute différente : en supposant la circulation fiduciaire, la balance des comptes et par suite le change, non seulement de la Grèce mais encore des autres pays, revenus à peu près à une situation normale, en supposant le marché monétaire mondial revenu à son fonctionnement d'avant-guerre; la Grèce doit-elle conserver sa législation monétaire actuelle ou doit-elle viser à sa modification, soit dans les détails, soit en ce qui concerne les principes fondamentaux sur lesquels elle est basée (1).

(1) Car tout changement qui aurait pu paraître nécessaire en présence de la situation actuelle du marché grec et du marché international (et nous avons déjà établi que rien ne concourt en ce moment en faveur d'un pareil changement), ne pourrait viser qu'à remédier à la situation présente et ne saurait être, par conséquent, que provisoire. Ce n'est qu'en présence du retour à l'état de chose normal, qu'on pourrait songer à des modifications défi-

Mais si, par une entente internationale et par la réalisation d'un des multiples projets qui sont suggérés de toutes parts, le marché monétaire mondial, au lieu de revenir à son état d'avant-guerre, change définitivement d'aspect (1)? — C'est là une simple supposition, que nous ne croyons pas être à la veille de se réaliser (2) et dont nous nous préoccuperons dans le troisième chapitre de cette partie. Cependant, même en se plaçant sur ce terrain, l'étude qui va suivre ne sera pas sans portée, puisqu'elle permettra de passer en revue les différentes théories sur le rôle et la nature de la monnaie et sur ses rapports avec le change. Nous aurons ainsi l'occasion d'indiquer notre opinion dans ce débat pas encore épuisé. Il nous semble que l'expérience de la guerre et surtout celle qui se dégage du système particulier de circula-

nitives. C'est en prévision de ce retour que nous entreprenons l'étude qui va suivre, autrement, on ne pourrait point songer, par exemple, au rétablissement du cours légal et à la remboursabilité en or des billets. Si, pour l'instant, cette étude peut paraître académique, cela n'empêche pas de préparer le terrain pour l'examen d'un sujet du plus haut intérêt qui viendra à l'ordre du jour dans un temps qu'on peut présumer assez proche.

(1) Par exemple, par la création d'un Institut International des changes, ou par le détronement de l'or, etc...

(2) Dans une pareille éventualité, qui constituerait un bouleversement général dans le régime de circulation de tous les pays et dans le mécanisme du règlement des échanges internationaux, la question qui nous préoccupe prendra naturellement un autre aspect pour la Grèce elle-même. Seulement elle sera probablement mieux placée que tout autre Etat, pour adapter sa législation monétaire à la nouvelle situation, étant donné que cette dernière si elle n'était pas inspirée directement du système l'X M B, ne pourrait qu'être basée sur un mécanisme se rapprochant sensiblement de ce système, comme on le verra plus loin.

tion et de change de la Grèce (1), sont de nature à éclairer ce débat et permettent, en nous débarrassant de certaines conceptions tantôt surannées, tantôt trop avancées, de trouver des directives plus radicales mais réalistes, relativement à l'attitude que doivent adopter, transitoirement tout au moins, certains Etats, peut-être même l'ensemble des Etats en ce qui concerne leur système monétaire.

Après ces quelques explications préliminaires, revenons plus particulièrement à la Grèce et indiquons qu'en ce qui la concerne, elle se trouve actuellement en présence de deux théories essentiellement contradictoires (2), qu'il nous faut essayer de résumer ici :

1° L'une est celle adoptée et soutenue par M. *Jean Valaoritis*, Gouverneur de la Banque Nationale de Grèce, qui a été l'homme qui a inspiré, pendant de longues années, la politique monétaire et de change du Gouvernement hellénique.

D'après lui, tous les efforts du Gouvernement et de la Banque Nationale devaient tendre vers le retour en temps voulu au cours légal et à la remboursabilité en or des billets (3). Et le système de la loi *ΓΧΜΒ*, qui est

(1) Que nous avons essayé de faire connaître plus généralement par ce travail.

(2) Tous les autres Etats, d'ailleurs, se trouvent devant un dilemme analogue.

(3) « ... Ce n'est donc pas — écrivait-il en 1901 — une baisse ou une hausse du change qu'on doit envisager quand on examine cette question et que l'on y cherche les remèdes. C'est l'intérêt général du retour à une circulation monétaire saine et stable, sans laquelle, le développement économique d'un pays ne peut avoir des bases solides. C'est la recherche des moyens par lesquels, avec les moindres secousses et crises économiques, et en

son œuvre, n'était, d'après lui, qu'un remède provisoire à l'état pathologique du cours forcé, destiné à soulager le pays des maux que cet état entraîne et à rendre anodine plus tard l'application du remède radical qui devait par la remboursabilité en or des billets rendre la santé monétaire à la Grèce (1).

Cette théorie, qui a toujours été celle du Gouvernement hellénique, du moins jusqu'à ces derniers temps,

lésant le moins possible les intérêts privés, nous reviendrons au régime d'une vraie monnaie... » (*Jean Valaoritis* : « Notes sur le cours forcé et la question du change en Grèce », 2^e fascicule, lettre à M. E. Streit).

(1) Il est curieux de constater ce paradoxe : que M. Valaoritis n'était pas du tout partisan de la théorie de la monnaie de papier inconvertible en or pour la circulation intérieure du pays, sur laquelle cependant, est basé son système. Mais s'il n'était pas mort prématurément, il est très probable que les leçons de la guerre actuelle et le grand succès de son système, auraient fait changer d'opinion un esprit aussi averti que le sien. Sur l'importance que M. Valaoritis attachait à son système, et sur les buts restreints qu'il lui assignait, nous nous sommes déjà expliqué pages 60-63 du t. I.

Dans l'étude sur « La Drachme », publiée dans le journal de Smyrne *Amalthia* (septembre 1919), nous trouvons cette phrase au sujet du système Γ X M B : « ... Dans la conception de Valaoritis, ce système appliqué à titre d'essai en Grèce, devait former l'élément primordial d'un Institut de change universel... » Nous ne le croyons pas. S'il est probable que le feu Gouverneur de la Banque Nationale, en présence des graves questions de circulation et de change que la guerre actuelle a posées, aurait changé d'opinion et serait le premier à mettre en avant son système comme un mécanisme capable de remédier radicalement à la situation, il nous semble qu'en 1910, au moment du règne de l'or comme monnaie internationale sur excellence, et comme moyen de couverture et de remboursabilité effective des billets, il ne pouvait avoir une conception pareille de son système. Ses écrits, du moins, sont loin de refléter une telle manière de voir.

n'est pas autre que celle qui régnait partout quelques années avant la guerre et qui est encore très énergiquement soutenue par les économistes de l'école classique ou libérale, surnommés dernièrement « métallistes » par leurs adversaires. Et on peut dire que, même en Grèce, l'application décennale de la loi Γ Χ Μ Β et l'expérience de la grande guerre, n'ont pas réussi à faire changer d'opinion à une grande partie des personnes qui se préoccupent de la situation monétaire du pays.

2° L'autre théorie est celle lancée depuis la guerre par M. *Falconer Larkworthy*, Président du Conseil d'Administration de la Banque Ionienne (1).

D'après cette théorie, la Grèce s'est si bien trouvée pendant ces dernières années, du système de billets cou-

(1) Dans ses écrits ou rapports déjà signalés, t. I, page 3 note 2, et dont les plus intéressants à consulter sont : 1° les Rapports à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque Ionienne, à Londres, des années 1917 (« Dragoumis Act. 1910, Peel Act. 1844 »), 1918 (« Gold and Man-Power »), 1919 (« Worn out Shibboleths. A New Economic System »). 2° le Mémoire soumis au Gouvernement hellénique, préconisant une réforme radicale de la législation monétaire et bancaire de la Grèce : « Memorandum, explaining the desirability of supplementing the existing laws in Greece relating to the forced currency and to the exchanges by adapting there to that portion of the united States Federal reserve act relating to their Banking system » (Ionian Bank Limited, London, 1917). 3° Enfin et surtout l'exposé adressé à la Commission de la Circulation et des changes de l'Angleterre, suggérant l'introduction du système grec dans ce pays, de façon à arriver peu à peu à un mécanisme de circulation et de change international, basé sur les principes de ce système : « Evidence. Proposing an inconvertible fully covered Paper Currency on the basis of a Nominal Gold Standard, and an International Exchange and Currency mechanism for the elimination of international Balances » (London, Waterlow and Sons limited, London Wall, 1919).

verts et convertibles en richesse liquide à l'étranger, de la loi Γ X M B, qu'elle doit, en complétant ce système sur certains points, le conserver fidèlement dans l'avenir, et ne pas songer à revenir à la remboursabilité des billets en or, régime dont la guerre a démontré l'insuffisance et la faillite. Mieux encore : M. Larkworthy conseille aux autres Etats(1) d'adopter le système ingénieux de la loi grecque, de façon à arriver à une application universelle de ce système, ce qui en amenant le « détrônement de l'or », supprimera le dernier inconvénient que l'adoption du système de la loi Γ X M B aurait pu entraîner pour un pays (2).

(1) Et principalement à sa Patrie. Voir t. I, pages 13-15.

(2) Contre ces théories de M. Larkworthy, s'est violemment élevé l'éminent économiste anglais, M. *Hartley Withers* (dont les nombreux ouvrages sont si répandus en Angleterre), dans plusieurs articles parus dans la *Revue Economique Hebdomadaire* de Londres, *The Economist*, dont il a la direction, et intitulés : *The Paper Cure*. M. Larkworthy y a répondu par une lettre adressée à l'*Economist* et par ses rapports à l'Assemblée générale de la Banque Ionienne. Dans ce débat intervinrent aussi MM. A. *Raffalovitch* le distingué économiste, et M. *Eulambio*, de la Banque Nationale de Grèce.

Voici, par ordre chronologique les différents articles de l'*Economist* dont nous parlons : 1° N° du 26 mai 1917, page 973 : article de M. Hartley Withers, provoqué par le Rapport à l'Assemblée des actionnaires de la Banque Ionienne, de l'année 1917. 2° N° du 2 juin 1917, page 1032 ; lettre de M. Larkworthy en réponse à l'article ci-dessus. 3° N° du 9 juin 1917, page 1061 : article de M. Hartley Withers, provoqué par cette lettre. 4° N° du 16 juin 1917, page 1109 : lettre de M. Raffalovitch, défendant le point de vue de M. Withers. 5° N° du 21 juillet 1917, page 88 : lettre de M. Eulambio soutenant le système Γ X M B, et la proposition de M. Larkworthy. 6° N° du 18 mai 1918, page 770 : article de M. Hartley Withers, au sujet du rapport à l'Assemblée

Cette théorie, qui est basée jusqu'à un certain point, sur les principes du Gold-Exchange Standard, est une évolution ou un perfectionnement de la doctrine qui est née dans les années qui ont précédé la guerre (1) et qui

de la Banque Ionienne, de l'année 1918. 7° N° du 15 juin p. 114 : lettre de M. Raffalovitch.

Voir aussi les pages 121-143, du Rapport de la Banque Ionienne, de l'année 1918, ayant trait à la discussion, la lettre de M. Raffalovitch « Situation économique et financière » du 2 août 1917, etc...

Ce résumé bibliographique a pour but de permettre au lecteur désireux de pousser plus loin l'étude de la question, de se rendre compte des arguments avancés de part et d'autre dans cette discussion. Car dans l'étude qui va suivre, si nous avons l'occasion de citer tel ou tel passage des publications ci-dessus, nous procéderons différemment quant à l'examen de la question en discussion. La raison en est simple : le point de vue auquel nous nous plaçons dans ce chapitre est tout à fait différent de celui des économistes que nous venons de citer. Ce que nous allons rechercher, nous, c'est quel est le système monétaire qui convient le mieux à la Grèce et ce sera toujours ce but qui sera à la base de nos réflexions, lesquelles si elles auront nécessairement un caractère plus général, ne prendront cependant pas en considération les conditions et les traditions économiques et monétaires de tel ou tel pays particulier en dehors de la Grèce.

Tout au contraire, MM. Withers et Raffalovitch en attaquant le système appliqué en Grèce ne visent qu'à combattre l'idée de l'introduction définitive d'un pareil système en Angleterre ou en France séparément, ou bien son adoption comme mécanisme de réglementation de la circulation fiduciaire et du change du monde entier. Et étant donné le point de vue auquel ils se placent, ils n'ont peut-être pas tort. C'est ce que nous allons examiner dans le troisième chapitre de la présente partie, dans lequel il s'agira d'étudier l'avenir du système l' X M B, non plus en tant que régime monétaire de la Grèce, mais en tant que système capable d'apporter une réglementation et de fournir les moyens de paiement pour les échanges, aussi bien intérieurs qu'extérieurs.

(1) A la suite du livre de Knapp : « Stadtsche théorie des Gold » (1905).

est actuellement soutenue par plusieurs écrivains qu'on peut appeler « nominalistes » ou « amétallistes » (1), d'après laquelle le papier-monnaie est une monnaie dans le sens propre du mot et peut, par suite, remplacer avantageusement dans la circulation la monnaie métallique. Et le perfectionnement apporté par la théorie de M. Larkworthy à cette dernière doctrine, consiste en ce que le système de la loi F X M B dont il préconise le maintien ou l'adoption, tout en infirmant presque complètement les différents arguments des métallistes, apporte cependant plusieurs modifications heureuses au système pur et simple de papier-monnaie inconvertible, soutenu par les nominalistes.

Une fois la question ainsi posée, il nous faut essayer d'établir l'exactitude de l'affirmation contenue dans ces dernières lignes, chose qui peut seule nous amener à abandonner, en ce qui concerne la politique monétaire que la Grèce doit suivre dans l'avenir, la doctrine classique qui était considérée, jusqu'ici, comme un axiome de l'Economie politique. Pour cela, il faut arriver à démontrer la supériorité du système de la loi F X M B, aussi bien sur celui du papier-monnaie pur et simple, que sur le régime de la convertibilité en or des billets, ce qui, en réalité, est beaucoup moins aisé.

Aussi, nous allons essayer de résumer dans les pages qui suivent, les avantages du système actuel de la Grèce sur les autres régimes monétaires, tant au point de vue de la circulation (c'est-à-dire des paiements à l'inté-

(1) Les conservateurs les auraient surnommés volontiers « inflationnistes ». Pour simplifier les choses, c'est par ces deux dénominations de « métallistes » et « nominalistes » que, dans la suite, nous appellerons les partisans des deux écoles.

rieur du pays), et de la couverture, qu'au point de vue du change (c'est-à-dire des paiements avec l'étranger), et des moyens de règlements internationaux. Cette étude nous permettra, au cas où serait établie la nécessité du maintien du système Γ X M B par la Grèce, de dégager et d'indiquer les quelques points sur lesquels la loi de 1910 doit être modifiée et complétée.

§ 2. — *Critique de la conception métalliste de la monnaie. La monnaie de papier et, par conséquent, le billet de banque circulant pour le compte de la loi Γ X M B, est une véritable monnaie.*

Pour commencer, tâchons de résumer ce qu'est le système de la loi Γ X M B, en tant que système de circulation :

Il consiste en une monnaie de papier sous forme de billets de banque, dont le montant (d'ailleurs limité par décret royal) est en relation directe avec l'accroissement de la richesse nationale et l'activité du marché, et qui est couverte dans sa totalité, par de la richesse liquide et par là même convertible, soit, dans une très faible mesure en or au pair, soit et surtout (pour autant qu'il s'agisse de paiements à faire en dehors du pays), en traites sur l'étranger presque au pair (1).

(1) Inutile de souligner que nous faisons provisoirement abstraction du dérangement dont le système Γ X M B est l'objet en ce moment, et que nous nous plaçons à une époque de fonctionnement normal de ce système, ainsi que nous le faisons, d'ailleurs, pour apprécier le régime du cours légal. Ce n'est que dans ces conditions qu'on peut établir une base de comparaison entre ces deux régimes. Nous passerons ensuite aux perturbations que la guerre a apportées à chacun d'eux, et nous verrons lequel a pu résister le mieux à la crise.

Ceci posé, il reste à savoir si une pareille monnaie peut être vraiment considérée comme une véritable monnaie.

Pour certains auteurs, il n'y a pas de monnaie au sens propre du mot, en dehors de la monnaie métallique à frappe libre, car elle est la seule à avoir une valeur restant toujours identique à celle du métal dont elle est formée. D'après eux, si la monnaie n'avait pas une valeur intrinsèque et n'était pas, par conséquent, à la fois marchandise et monnaie, non seulement elle ne serait pas désirée en tant que marchandise, mais elle ne saurait pas non plus servir à mesurer la valeur de tous les autres objets.

Alors, comment ces écrivains expliquent-ils le fait que la monnaie de papier (1) circule effectivement dans tant de pays comme monnaie légale et possède une valeur d'échange — ? C'est que, disent-ils, la valeur de la monnaie de papier réside dans l'espoir de pouvoir, soit immédiatement, soit plus tard, l'échanger contre de la monnaie métallique. Dans ces conditions, la monnaie de papier ne serait que le reflet d'une monnaie métallique, et alors, même dans un pays à papier-monnaie (2) ce serait encore la monnaie métallique qui resterait l'étalon des valeurs et il ne saurait en être autrement (3).

(1) Sous le terme « monnaie de papier » nous comprenons aussi bien le papier inconvertible que le papier convertible.

(2) Sous le terme « papier-monnaie » nous comprenons exclusivement le papier inconvertible.

(3) Voir *P. Cauwès*, « Cours d'Economie Politique » (1893, t. IV, p. 473); *M. Bourguin*, « La mesure de la valeur de la Monnaie » (1896, p. 83); *M. Chevalier*, Cours d'Economie Politique » (t. III, p. 3); *A. Arnauné*, « La Monnaie, le Crédit et le Change » (1913, p. 421 et suivantes), etc...

Cette conception métalliste de la monnaie n'a jamais été partagée par les maîtres les plus connus de l'Economie politique (1), et a été, dans ces dernières années, très vigoureusement critiquée par un grand nombre d'auteurs (2), qui ont formé toute une Ecole désignée sous le nom de « nominaliste » (3). La guerre n'a fait qu'apporter une confirmation manifeste aux arguments de cette dernière Ecole, du moins en ce qui concerne la circulation de papier à l'intérieur de chaque pays, chose qui nous intéresse dans cette section.

Il est évident que la théorie des métallistes est en contradiction absolue avec l'évolution qu'a subie dans la pratique la conception de la monnaie, et en désaccord complet avec les faits tels qu'ils se présentent sous nos yeux. C'est ce qui ne sera pas difficile à constater, quand nous aurons démontré comme dénuées de fondement les différentes conceptions erronées sur lesquelles la théorie métalliste est basée.

(1) *A. Smith*, « Richesses des Nations » (traduction française, 1822, t. II, p. 223) ; *J. S. Mill*, « Principes d'Economie Politique » (traduction française, 1873, t. II, p. 6) ; *A. Wagner*, « Die Russische Papierwährung » (1871) ; *C. Gide*, « Le règne du papier-monnaie » (Semaine littéraire, Genève, 1918), etc...

(2) Allemands en particulier, dont les plus connus sont : *Knapp* (dont nous avons déjà cité l'ouvrage à la page 174, note 1) et son disciple *Benndixen*.

(3) *B. Nogaro*, « Eléments d'Economie Politique » (t. I, p. 153, 1913). — « Les dernières expériences monétaires et la théorie de la dépréciation » (Revue Economique Internationale, 1908). *M. Ansiaux*, « La Monnaie peut-elle être supprimée ? » (Revue Economique Internationale, juillet 1908, p. 88). — « Principes de la politique régulatrice des Changes » (1910). *B. S. Chlepner*, « La théorie du papier-monnaie et la théorie générale de la monnaie » (Revue d'Economie Politique, 1914, p. 451), etc...

4) Et tout d'abord, dire que pour servir comme instrument de circulation, une monnaie doit être aussi une marchandise et doit avoir une valeur intrinsèque, car c'est alors seulement qu'elle est désirée et acceptée, est une idée qui était certainement vraie dans le temps où remonte l'origine de la monnaie, mais qui est complètement fausse aujourd'hui.

Historiquement, il est certain que ce sont les objets désirés par eux-mêmes qui ont servi comme monnaie. Mais depuis, la notion de la monnaie comme instrument de circulation, s'est peu à peu dégagée de ces objets et de leur valeur intrinsèque (1). Aujourd'hui, on reçoit l'or monnayé non à cause de ses propriétés matérielles, mais parce qu'on sait qu'on pourra s'en servir pour acheter d'autres marchandises. Si l'or a la valeur qu'on lui connaît, c'est parce qu'il circule (2), et c'est cette acceptabilité générale qui fait de la monnaie métallique un instrument de circulation.

Or, la monnaie de papier circule en vertu du même principe : la confiance du public en son pouvoir circulatoire (3) et si le papier garantit à ce public la même acceptabilité que les monnaies métalliques, sa circula-

(1) Ce sont les physiocrates qui, à l'encontre des mercantilistes, ont attribué les premiers à la monnaie son caractère d'organe et d'intermédiaire.

(2) La valeur de l'or est très accessoirement fondée sur un désir de jouissance. Sa haute valeur actuelle, est surtout due au système mondial qui a investi l'or d'un pouvoir d'achat incontesté.

(3) « L'unité monétaire, qu'elle soit faite en métal ou en papier, circule comme un titre qui donne à son propriétaire la faculté de se délivrer des objets qu'il choisira. » *E. de Laveleye*, « Le marché monétaire et ses crises (1865, p. 227).

tion est tout aussi assurée. Naturellement, si cette garantie venait à disparaître, la monnaie de papier cesserait de circuler. Mais le résultat ne serait pas différent même pour l'or, si la confiance en son acceptabilité générale, arrivait à s'ébranler (1).

L'extension générale de la circulation de papier, par suite de la guerre actuelle, constitue une preuve de plus de l'exactitude de cette manière de voir. Partout le papier circule parce qu'il est accepté par tous. Il y a même plus : si le papier arrive à conserver la même valeur que la monnaie de métal (2), il est accepté par le public grâce à sa commodité, beaucoup plus facilement que le métal, surtout pour les gros paiements (3).

B) En second lieu, prétendre que la monnaie doit avoir une valeur par elle-même, pour pouvoir servir d'étalon des valeurs, et assimiler ainsi la mesure des

(1) Certes, la confiance en la monnaie de papier et surtout en le papier-monnaie, s'ébranle beaucoup plus facilement que celle en la monnaie métallique, mais cela ne change en rien le principe que nous venons de poser et ce n'est qu'une question de différence de qualité entre les deux monnaies, question sur laquelle nous reviendrons.

(2) Si la monnaie de papier ne conserve pas toujours la même valeur que la monnaie métallique, cela est imputable à d'autres raisons et constitue une question absolument différente, qu'il vaut mieux examiner séparément.

(3) Mais aussi pour les transactions quotidiennes. Ainsi, en Suisse, on avait émis au début de la guerre, de grandes quantités de petites coupures, qu'on a remplacées ensuite, par des pièces d'argent de 5 francs. Mais le public regrette aujourd'hui, la disparition du papier, si facile à manier, et trouve les pièces d'argent mal commodes et encombrantes. Cet exemple, qui n'est pas le seul, démontre une évolution très caractéristique que la guerre n'a fait que précipiter.

valeurs à celles du poids ou de la longueur (1), est une conception absolument fausse.

Grâce à l'évolution historique de la monnaie, que nous venons d'indiquer, celle-ci est arrivée à ne plus représenter qu'une unité abstraite (2) dans laquelle on mesure la valeur de tous les autres objets, indépendamment de la valeur de la marchandise, qui a primitivement donné lieu à l'existence de cette unité.

Aussi, aujourd'hui, lorsque nous indiquons le prix d'un objet, nous ne le comparons pas avec la valeur du métal fin contenu dans le nombre donné d'unités monétaires, mais plutôt à tout ce que nous aurions pu acheter pour ce prix. En d'autres termes, lorsque nous nous décidons à acheter une marchandise, nous établissons dans notre esprit, à l'aide de la monnaie, un rapport dont le premier terme est l'objet évalué et le second n'est autre chose que le pouvoir d'acquisition de la monnaie dont nous nous dessaisissons (3). Et il est évident que ce rapport confus, que la monnaie ne sert

(1) Il est évident qu'on ne pourrait pas mesurer le poids ou la longueur d'un corps à l'aide d'un objet qui n'aurait ni poids ni longueur.

(2) Telle que le franc, la livre sterling, le mark, etc...

(3) Que les marchandises s'achètent ou se vendent, ce qu'on évalue ce sont les marchandises, ce qu'on compare ce sont les prix des marchandises entre elles, avec l'aide de la monnaie. Mais on n'évalue jamais la monnaie directement, dont la valeur ne résulte qu'indirectement du prix auquel on achète les marchandises. Aussi, on ne s'apercevrait jamais de la diminution de la valeur de la monnaie (pour régler en conséquence ses achats ou ses ventes), sans la hausse générale des prix des marchandises (dont le rapport entre elles et, par conséquent, leur valeur, peut d'ailleurs rester toujours la même). Lorsque ces prix des-

qu'à préciser, et qui s'appelle valeur, est quelque chose de tout-à-fait individuel et se trouve en nous, tandis que la longueur ou le poids son établis par suite d'un rapport entre objets concrets et leurs mesures sont des relations objectives et en dehors de nous (1).

Il en résulte que si l'étalon des valeurs est une unité abstraite, cette unité peut être représentée aussi bien par du papier que par du métal, pourvu que ce papier représente un certain pouvoir d'acquisition (2).

La guerre a confirmé ce point de vue d'une manière incontestable. Il est clair qu'actuellement, le papier est devenu, presque partout, le véritable étalon des valeurs et le public n'en est nullement gêné. La désignation des prix est restée la même, et l'on peut aussi facilement aujourd'hui, lorsque les francs, par exemple, sont en papier, comparer les marchandises et les services, que lorsqu'ils étaient en métal. Pourquoi donc ? Parce que le franc continue toujours à représenter un certain pouvoir d'acquisition (3). Mais nous arrivons à l'examen de cette expérience de la guerre.

centent, on dit que la valeur de la monnaie hausse, quand ces prix augmentent, on dit que la valeur de la monnaie baisse : mais dans aucun cas, on n'évalue directement la monnaie.

(1) « Que toute l'humanité disparaisse, les choses n'en garderont pas moins leur poids et leur longueur, mais elles n'auront plus ni une valeur ni un prix ». *B. S. Chlepner, op. cit.*, p. 462.

(2) Il ne faut pas croire que cette idée est très nouvelle. Déjà, le *Bullion Comitty* en 1810, avait indiqué qu'en Angleterre, sous le régime du cours forcé, le véritable étalon des valeurs était le papier et non le métal.

(3) Si ce pouvoir d'acquisition est maintenant moindre qu'auparavant, cela tient à d'autres causes desquelles nous n'avons pas

C) En troisième lieu, dénier à la monnaie de papier, le caractère de monnaie, c'est ignorer les instruments de circulation les plus nombreux (1) et c'est, surtout, exclure un nombre considérable de systèmes monétaires qui fonctionnent depuis très longtemps rien qu'avec du papier-monnaie (2). Et la guerre a confirmé la possibilité, pour les grands Etats, de vivre avec un régime de papier-monnaie inconvertible.

En présence de cette évidence, les métallistes sont

encore à nous préoccuper. Pour le moment, ce qu'il importe de retenir, c'est que si, avec un billet de vingt francs, on ne peut plus acheter un louis d'or, cela est dû à la même raison pour laquelle on ne peut plus acheter avec ce même billet n'importe quelle autre marchandise qui valait auparavant vingt francs. L'or n'est plus qu'une marchandise comme les autres. Et si le prix de toutes ces marchandises, y compris l'or, a haussé, cela ne constitue qu'une preuve de plus que c'est le papier qui est l'étalon des valeurs.

Mais dira-t-on, même en le payant plus cher, on ne peut actuellement trouver à acheter de l'or sur le marché. Donc, il est faux de conclure qu'il n'y a rien de changé par la substitution du papier au métal, puisqu'il y a une marchandise, l'or, qu'on ne peut pas acheter avec du papier.

Or, ce fait qui est indéniable, ne signifie pas du tout que le papier ne possède pas le pouvoir d'acquisition qu'on lui a attribué : mais il est tout simplement le résultat de ce qu'il n'y a pas d'or offert sur le marché ; et cela, par suite de la politique adoptée depuis la guerre par les Etats et les banques d'émission, politique qui constitue, d'ailleurs, un argument de plus en faveur de la thèse que nous soutenons, et que nous examinerons à son tour.

(1) Tous les pays ont actuellement une circulation fiduciaire, soit à cours légal, soit à cours forcé.

(2) Ils fonctionnent peut-être plus ou moins bien sous le régime du cours forcé (nous examinerons plus loin ce dernier point de vue), mais ils fonctionnent.

amenés à justifier leur conception, en prétendant que si le papier circule, c'est qu'il contient en lui l'espoir d'être échangé contre de la vraie monnaie, c'est-à-dire de la monnaie métallique, laquelle resterait, d'ailleurs, toujours l'étalon des valeurs, même dans les pays à circulation de papier inconvertible (1).

Néanmoins, l'observation la plus élémentaire des faits, de ce qui se passe autour de nous, suffit à prouver tout ce qu'il y a d'inexact et de factice dans une pareille conception :

En premier lieu, en ce qui concerne la monnaie de papier comme instrument de circulation : est-ce que le public, en recevant un billet de banque, se préoccupe jamais de la convertibilité éventuelle de ce billet (2) ? Est-ce qu'il songe même que la monnaie normale est la monnaie métallique (3) ? S'il en était ainsi, ils seraient

(1) Aussi, les métallistes disent qu'ils n'ont jamais nié qu'en cas de guerre, les Etats auraient recours, comme auparavant, au papier-monnaie et qu'ils ne pourraient pas faire autrement. Mais si les Etats peuvent recourir à ce procédé, c'est que, disent-ils, le public conserve toujours l'espoir du retour plus ou moins proche, au cours légal : et parmi ces Etats ceux qui reviendront le plus vite à ce régime normal, seront mieux placés que les autres.

(2) S'il en fallait une preuve, on la trouverait dans le fait que, même lorsqu'on se trouve ou qu'on revient au cours légal, personne ne songe à réclamer le remboursement en or de ses billets. Ainsi, en Grèce, est-ce que le public s'est jamais empressé, depuis 1910, de demander à la Banque Nationale le remboursement de ses billets, au moyen des quelques millions en or que celle-ci avait amassés en vertu de la loi T X M B, et qu'elle était tenue de céder à tout demandeur, au pair ? Voir t. I, pages 121, note 2 et 197, note 1.

(3) Le public arrive à s'habituer à tel point au papier-monnaie qu'on a pu constater, en Autriche et en Russie, lorsque ces pays

rares les Etats dont le papier-monnaie aurait pu conserver même une partie de son crédit (1). Et la démonstration de la guerre actuelle est si complète qu'elle ne demande pas de plus longs commentaires (2).

Puis, en ce qui concerne la monnaie de papier comme étalon des valeurs : est-ce que le public avant de se servir du papier-monnaie, l'évalue jamais en monnaie métallique, qui resterait ainsi l'étalon des valeurs (3) ?

procédèrent à une réforme monétaire et émirent de la monnaie métallique, une certaine méfiance du public envers cette dernière, lequel a même commencé par la repousser.

(1) Par contre, on a pu constater dans certains pays, ce phénomène inexplicable par la théorie métalliste : que le papier-monnaie valait, dans certaines circonstances, plus que la monnaie métallique, en laquelle il est théoriquement convertible. C'est ce qui est arrivé en Autriche de 1879 à 1892, en Russie en 1876 et de 1893 à 1897, enfin en Grèce, pendant les premiers mois de 1910, circonstance qui ne fut arrêtée que par la mise en application de la loi de 1910. Voir t. I, page 51, note 3.

Comme le fait très bien remarquer *M. Chlepner, op. cit.*, page 454 : « ... Si le titre de créance sur un débiteur temporairement insolvable, peut être parfois considéré comme ayant conservé toute sa valeur, ce titre ne peut pas valoir plus que la créance elle-même... »

(2) *M. Gide (op. cit., page 6)*, à la demande qu'il se pose si le crédit dont jouit le billet de banque en France depuis la guerre, repose sur la promesse d'un remboursement en or ou en argent, répond : « C'est ce qu'enseignent tous les Economistes, mais si tel était le cas, ce serait bien inquiétant, car il n'y a à compter sur aucun remboursement, non seulement tant que durera la guerre mais même longtemps après... Il n'y a pas une seule personne ayant un billet dans son porte-monnaie qui pense au remboursement en 1950, ni qui s'en soucie... Non, ce qui fait le crédit du billet, c'est simplement la certitude que toutes les fois que j'aurai un paiement à faire, achat ou dette, ce billet sera accepté en paiement par n'importe qui... »

(3) Si nous ne parlons que du papier-monnaie, c'est que, au

— Tout au contraire, lorsqu'on est obligé d'employer la monnaie métallique, c'est cette dernière qu'on évalue en papier-monnaie (1). Ici encore, l'expérience de la guerre est instructive. Il est certain que depuis cinq ans, le billet a perdu dans certains pays, une partie de sa valeur (2) et que, par conséquent, les prix (qui sont toujours établis en papier) ont haussé (3). Mais peut-on en déduire que c'est l'or qui est l'étalon des valeurs ? — Non, et une preuve facile, parmi tant d'autres, c'est que si on demandait actuellement au public français, par exemple, quelle différence de valeur il y a entre le franc-papier et l'or (sur la base de laquelle il établirait ses prix en papier), il serait bien embarrassé pour répondre, le marché libre de l'or étant suspendu et les cours du change français à l'étranger étant loin de représenter toujours et partout la différence entre l'or et le franc-papier (4).

sujet du billet convertible, on aurait pu prétendre que la non-évaluation de ce dernier en or (qui est un fait indiscutable) est due à la conviction que ce dernier représente de l'or pour une somme égale.

(1) Comme on évaluerait n'importe quelle autre marchandise.

(2) En ce sens que son pouvoir d'achat a diminué d'autant, et cela pour des causes qui sont en dehors de la question qui nous préoccupe dans ce paragraphe.

(3) D'ailleurs, la proportion de la hausse sur les prix, est sensiblement supérieure à celle de la baisse de la valeur du billet circulant dans ces pays, et cela parce que la hausse des prix est imputable encore à d'autres raisons que nous n'avons pas à énumérer ici.

(4) Cependant, on aurait pu objecter que ce que nous venons de dire ne prouve absolument rien et que le fait seul que la baisse de la valeur du billet par rapport à l'or a une répercussion inverse sur les prix établis en papier, suffit pour

Il nous semble, après ces explications qui sont d'ailleurs d'un caractère général et s'appliquant à n'importe quelle monnaie de papier, que la possibilité théorique d'une monnaie métallique est suffisamment établie, et que les billets inconvertibles en or circulant dans tant de pays, constituent une véritable monnaie. Dans ces conditions, il ne peut pas subsister de doute sur ce que le billet de banque circulant pour le compte de la loi F X M B, est une vraie monnaie et peut servir et sert effectivement d'instrument de circulation et d'étalon des valeurs, indépendamment du fait qu'il soit ou non couvert et remboursable en or.

prouver que c'est la monnaie métallique qui est l'étalon des valeurs.

Mais si l'agio exerce une influence sur les prix, ce n'est pas parce que les commerçants se disent que le papier-monnaie qu'ils vont recevoir en échange de leurs marchandises ne vaut plus l'or sur la base duquel ils ont calculé la valeur de leurs marchandises, mais c'est tout simplement, parce que ces dernières leur reviennent plus cher à eux aussi et toujours en les évaluant en papier-monnaie), pour plusieurs raisons (dont on n'a pas à se préoccuper ici) et surtout parce qu'elles sont importées de l'étranger où on se sert d'une monnaie métallique ou même d'une monnaie de papier moins dépréciée que celle du pays. C'est pourquoi ce sont les articles d'importation et d'exportation qui se ressentent les premiers des fluctuations de l'agio, tandis que les autres ne suivent le mouvement qu'à la longue.

S'il en était autrement, c'est-à-dire si l'or restait l'étalon des valeurs, la répercussion de l'agio sur les prix serait instantanée et sur toutes les marchandises à la fois. Ou bien tous les prix seraient fixés en or, et le papier-monnaie (qui est de fait le seul instrument de circulation) ne serait accepté que d'après le cours du jour. Mais comme ni l'un ni l'autre de ces deux phénomènes ne s'est produit, c'est que le papier est toujours l'étalon des valeurs.

§ 3. — *La monnaie de papier basée sur le système Γ X M B, présente les mêmes avantages qu'une circulation fiduciaire à base métallique.*

Néanmoins, la seule affirmation que le billet de banque circulant pour le compte de la loi Γ X M B est une véritable monnaie, ne suffit pas pour résoudre le problème que nous nous sommes posé dans la présente section. Ce qu'il importe de savoir, c'est si le système de monnaie de papier inconvertible en or ou presque, introduit en Grèce par la loi de 1910, offre les mêmes avantages qu'un système monétaire à base métallique et, par conséquent, si la Grèce doit toujours aspirer au retour de la remboursabilité en or de ses billets, ou bien si elle doit se contenter de son système monétaire actuel, basé sur le papier, soit en le conservant tel qu'il a été établi par l'article 8 de la loi ci-dessus, soit en corrigeant, si possible, certains inconvénients qu'il pourrait présenter.

Sur cette nouvelle question, les conclusions des nominalistes sont claires : un pays peut très bien se passer d'une circulation effective d'or, quel que soit son système de circulation de papier : il lui suffit d'avoir une réserve d'or suffisante pour les paiements à faire à l'étranger. Quant à cette dernière et unique réserve des nominalistes, nous remettons son examen à la section suivante, dans laquelle nous apprécierons la loi Γ X M B au point de vue des paiements avec l'étranger. Il suffit de retenir que, pour les nominalistes, il ne peut pas y avoir de doute possible que le système de circulation basé en réalité uniquement sur le papier de la loi Γ X M B, peut remplacer sans aucun inconvénient, dans la circu-

lation intérieure, un système monétaire à base métallique.

Par contre, la grande majorité des écrivains, — et il ne s'agit plus seulement des métallistes mais aussi de la plupart des économistes, qui reconnaissent à la monnaie de papier sa qualité de monnaie, — observent, d'ailleurs avec raison, que même en admettant que la monnaie de papier soit une véritable monnaie et qu'elle possède même de grands avantages sur une monnaie métallique elle est néanmoins, quand elle n'est pas convertible en or, d'une qualité inférieure à cette dernière (1), non seulement au point de vue des paiements à faire à l'étranger mais encore à celui de la circulation intérieure (2).

(1) C'est exactement en cela que consiste le point de vue classique, dont l'exposition la plus parfaite se trouve toujours dans le projet « De l'établissement d'une circulation monétaire », que *Ricardo* a présenté en 1811 ou 1812, au moment où l'Angleterre se préoccupait des effets des billets de banque non convertibles et se posait la question de savoir s'il y avait lieu de rétablir la convertibilité des billets (« Œuvres complètes de Ricardo » collection Guillaumin).

Ricardo démontre, tout d'abord, le double avantage que présente une circulation de papier sur une circulation métallique, c'est-à-dire : a) remplacement d'un instrument coûteux et qui s'use par un instrument beaucoup meilleur marché ; b) élasticité de la monnaie de papier, dont on peut varier la quantité suivant les exigences du commerce ou selon les circonstances, ce qui est impossible avec une monnaie métallique.

Il s'élève cependant vivement contre l'idée d'un papier-monnaie qui n'aurait pas de relation, qui serait indépendant d'un étalon métallique, et il invoque contre elle l'argument que l'avantage d'un étalon métallique est justement de régler automatiquement la quantité de monnaie et de faire ainsi échapper celle-ci à l'arbitraire du Gouvernement inévitable pour une monnaie de papier circulant indépendamment de tout étalon métallique.

(2) C'est ainsi que, si on veut bien pénétrer la pensée des Eco-

Conséquemment, ces économistes seraient disposés à conseiller à la Grèce de ne pas se contenter d'un système dont le succès, pourtant indéniable, est dû à plusieurs circonstances favorables, spéciales et passagères, mais de concentrer tous ses efforts pour revenir en temps voulu à un système monétaire à base métallique.

Malgré tout, il nous semble que cette dernière manière de voir ne serait pas la meilleure en ce qui concerne la Grèce. Et cela, non parce que nous admettons la théorie des nominalistes, d'après laquelle n'importe quel système de papier peut remplacer sans inconvénient l'or dans la circulation intérieure. Notre conception est le résultat de l'étude approfondie du système de la loi Γ X M B, qui nous a amené à la conviction que ce système aboutit à éviter tous les désavantages incontestables d'un système monétaire à base de papier, tout en possédant des avantages absolument analogues à ceux d'un système monétaire à base métallique, du moins en ce qui touche la circulation intérieure, qui seule nous intéresse ici. Nous verrons ensuite que sous d'autres aspects, le système Γ X M B est encore supérieur au

nomistes, tels que *M. Pareto*, *M. de Foville*, etc... qui sont considérés comme des métallistes par l'Ecole adverse, on voit qu'ils n'ont jamais contesté que dans un système de papier-monnaie, le papier serve d'instrument de circulation et d'étalon des valeurs et soit, par conséquent, une véritable monnaie. Ils vont même jusqu'à reconnaître (comme *M. de Foville*), qu'une simple monnaie de compte, une simple unité fictive sur laquelle on raisonne *in abstracto* constitue un grand avantage, car elle permet de donner aux diverses valeurs, une commune expression. Mais ce qu'ils soutiennent, par contre, c'est qu'une monnaie métallique, une monnaie qui a une valeur propre, est de beaucoup supérieure à plusieurs points de vue, que nous allons exposer dans le texte.

régime du cours légal, ce qui amènera à conclure en faveur de son maintien en Grèce.

Que peut-on reprocher, en effet, à un système monétaire basé uniquement sur le papier (1), au regard de la circulation intérieure ?

1° D'abord et surtout, qu'un système de papier-monnaie est nécessairement plus dangereux qu'un système à base de monnaie métallique (2), parce que, tandis que dans le premier la quantité du papier en circulation, loin de se régler sur les besoins du commerce, dépend uniquement de l'arbitraire ou de l'imprudence du Gouvernement, dans un régime à base métallique, cette quantité se règle naturellement et librement par le seul jeu des lois économiques, et correspond toujours aux besoins des échanges et du crédit.

La remarque est juste. Et les nombreux exemplés d'accroissement irréfléchi de la circulation fiduciaire fournis par la présente guerre, sont une confirmation

(1) Nous voulons entendre par là tout système dans lequel le papier circulant n'est pas remboursable en or. Car s'il s'agit d'une circulation fiduciaire jouissant du cours légal, le papier en circulation ne comporte point les inconvénients que nous allons rappeler, étant donné que l'ensemble du régime est toujours à base métallique. Effectivement, dans ce dernier cas, c'est toujours la quantité de ce métal et les effets que peut avoir sur cette quantité sa propriété d'instrument de paiement international, qui gèrent le montant et conséquemment la valeur des billets en circulation.

(2) Disons une fois pour toutes, qu'en nous servant de l'expression « système à base métallique » ou tout simplement « système métallique », nous n'entendons point un régime dépourvu de toute circulation fiduciaire, mais tout régime dans lequel la monnaie de papier est immédiatement remboursable en or effectif.

éclatante de l'infériorité du papier-monnaie à ce point de vue (1).

Or, peut-on reprocher le grave inconvénient que nous venons d'indiquer au système de la loi Γ X M B qui doit, en somme, être considéré, au regard de la circulation intérieure, comme un système de papier inconvertible, puisqu'il ne peut, en réalité, être remboursé en or que dans une proportion insignifiante (2) ?

Absolument pas, car le Gouvernement, en principe, n'est pour rien dans l'augmentation ou la diminution de la circulation fiduciaire basée sur le système en question (3). Comme nous l'avons exposé longuement dans

(1) Ainsi que l'écrit *M. Hartley-Withers*, dans son article de l'*Economist* du 18 mai 1918 (p. 770) : « ... Le pouvoir d'émettre du papier inconvertible peut, entre les mains d'un Gouvernement ignorant ou peu scrupuleux, être employé de façon à donner de mauvais effets, comme l'expérience de la présente guerre l'a montré... »

Ceci est évident et indiscutable, seulement pour prouver quelque chose relativement à la question visée par *M. Withers*, il aurait fallu que ce dernier démontrât que les billets émis en vertu du système grec, sont du papier réellement inconvertible ou, tout au moins, que ce système dégénère vers le cours forcé en temps de guerre plus facilement qu'un régime basé sur la remboursabilité en or des billets. C'est ce que nous allons essayer de rechercher.

(2) Nous avons déjà constaté, et cela était d'ailleurs naturel, que l'or acheté pour le compte de la loi Γ X M B et se trouvant par conséquent, à la disposition du public, n'a jamais dépassé onze millions (voir tableau de la page 194 du t. I). Quant à la remboursabilité en traites sur l'étranger, il est clair qu'elle ne peut pas être demandée pour la circulation intérieure, mais seulement en vue des paiements à faire à l'étranger, question que nous avons mise provisoirement de côté.

(3) Il est vrai que c'est par Décret Royal qu'est fixé chaque fois le maximum des émissions pour le compte de la loi de 1910.

le chapitre consacré à l'analyse de la loi Γ X M B, la quantité des billets émis en vertu de cette loi et leur maintien en circulation, dépendent uniquement de la situation de la balance économique et correspondent essentiellement au mouvement des affaires dans le pays et au développement de l'épargne nationale (1). Il résulte de cette combinaison, déjà suffisamment connue du lecteur, que le système grec possède par rapport à la question qui nous intéresse ici, les mêmes avantages qu'une circulation métallique.

L'intervention gouvernementale, — pourrait-on opposer — n'est pas aussi étrangère à l'extension de la circulation pour le compte de la loi Γ X M B, qu'on veut se le représenter, car tout emprunt extérieur du Gouvernement (2) aboutit à une nouvelle émission de billets et la preuve en est que le système n'a pu éviter à la Grèce, en 1918, les effets d'une inflation monétaire.

Il nous semble pourtant avoir suffisamment démontré dans la partie précédente (3), que dans des circonstances ordinaires, la circulation exubérante provoquée par la réalisation d'un emprunt extérieur de l'Etat, revient vite à son état normal, par suite, précisément, du jeu des

Seulement, il ne faut pas oublier que ce Décret dont la nécessité est, en réalité, de pure forme, s'il peut à la rigueur limiter ces émissions (il ne pourrait le faire, d'ailleurs, sans arrêter tout le mécanisme du système), il ne peut point les accroître, étant donné que ces dernières dépendent uniquement de l'existence d'un excédent dans la balance des comptes.

(1) Voir t. I, pages 122 et suivantes.

(2) Dont les difficultés financières sont absolument indépendantes des besoins monétaires du marché à un moment donné.

(3) Voir pages 20-22.

lois économiques naturelles. L'histoire monétaire de la Grèce depuis 1910, est là pour le prouver. Et si l'on a pu constater dans ce pays vers la fin de la dernière guerre, une inflation monétaire, la cause peut en être attribuée à l'arrêt presque complet (par la force des choses ou par les restrictions de la loi) des relations économiques internationales (1), par suite de la guerre mondiale (2), ainsi qu'à la déviation du système Γ X M B (3).

Tout au contraire, ce qu'on peut affirmer, c'est que :

a) Tandis que presque tous les systèmes monétaires basés sur la remboursabilité en or ont dû, par suite de la guerre, arrêter leur fonctionnement (4), le système Γ X M B a pu supporter (5) l'orage sans fléchir et régit encore avec un succès digne d'une attention toute particulière, la circulation fiduciaire de la Grèce ;

b) Tandis qu'on peut constater chez tous les belligérants des émissions de papier à cours forcé, qui atteignent

(1) Contrôle presque partout du marché des changes, diminution dans la production et les échanges des marchandises, interdiction de sortie de l'or, arrêt partiel du jeu de l'arbitrage, etc...

(2) Qui constitue un fléau contre lequel il n'y a pas de système monétaire qui puisse résister.

(3) Dont on a dû utiliser le mécanisme ingénieux, pour couvrir les dépenses de guerre de la Grèce, ce qui a entraîné l'introduction de l'article 8 A dans la loi de 1910 et l'impossibilité de l'utilisation de l'intermédiaire du marché, pour la réalisation des avances alliées.

(4) Par la proclamation officielle du cours forcé, ou bien par la prise de mesures rendant, en fait, la possibilité du remboursement en or et l'utilité de ce remboursement problématique.

(5) Après avoir subi certaines modifications provisoires et secondaires, que nous avons déjà signalées.

chez certains d'entre eux des proportions inouïes, en Grèce les billets émis depuis la guerre sont en quantité relativement inférieure à celle des autres pays et sont couverts, ce qui est plus important encore, dans leur totalité, par des disponibilités à l'étranger (1).

2^o Ensuite, on peut adresser à un système de papier-monnaie, un deuxième reproche, qui découle du premier, à savoir : que la stabilité de sa puissance d'achat est forcément beaucoup plus grande que celle de la monnaie métallique, pour la bonne raison que cette puissance d'achat dépend, pour n'importe quelle monnaie, de sa quantité, et que la quantité du papier-monnaie n'est réglée que par la volonté d'émission du Gouvernement.

Or, l'instabilité de la valeur de la monnaie légale avec les fluctuations constantes des prix qu'elle entraîne, est un inconvénient très important pour le commerce et pour l'activité économique en général.

D'un autre côté, la monnaie est conservée dans l'intervalle des opérations commerciales, et est ainsi, non seulement un instrument de circulation, mais encore un instrument de conservation des valeurs, d'épargne. Mais pour qu'elle puisse bien remplir cette dernière fonction, il faut qu'elle donne la certitude qu'entre le moment où on la reçoit et celui où on la donne, elle ne va pas changer de valeur.

Sous cet aspect encore, la démonstration de la guerre est particulièrement suggestive, avec l'inflation monétaire et les conséquences fâcheuses que la monnaie de papier a entraînées dans presque tous les pays (2).

(1) Voir pages 38 et suivantes.

(2) Il n'est pas inutile de rappeler encore une fois, que la

La Grèce non plus n'a pas échappé à cette situation. Avec cette différence capitale cependant, que la baisse et les variations de la valeur de la drachme, ne sont point dues directement, comme dans les autres pays, à la multiplication inconsidérée d'un papier-monnaie inconvertible, puisque les billets émis en Grèce possèdent toujours une couverture intégrale, mais à d'autres raisons suffisamment indiquées (1), toutes en dehors du système Γ X M B, lequel a résisté à la crise (2).

En mettant de côté cette résistance plus grande du système Γ X M B, à un régime de cours légal, dans les circonstances exceptionnelles que nous venons de traverser, il n'en reste pas moins certain, qu'en temps normal, le système de remboursabilité en or des billets assure à la monnaie légale, une stabilité de valeur indiscutable.

Mais la monnaie de papier basée sur la loi de 1910 ne possède-t-elle pas, dans des circonstances ordinaires, cet avantage de la stabilité de puissance d'achat, aussi bien que la monnaie à base métallique. Et ne possède-t-elle pas, elle aussi, et au même degré, le remède propre à la monnaie à cours légal résultant de sa faculté de remboursabilité immédiate au pair, puisqu'elle est cou-

hausse actuelle des prix n'est pas le résultat de l'inflation monétaire seule, mais aussi celui de la raréfaction des marchandises et des services.

(1) Voir pages 193-194.

(2) Tout au contraire, dans la plupart des pays à cours légal avant la guerre, l'instabilité actuelle de la puissance d'achat de leur monnaie légale, doit être en grande partie attribuée à l'arrêt du fonctionnement de leur système monétaire d'avant guerre, c'est-à-dire à la proclamation du cours forcé pur et simple.

verte aussi bien en totalité par de l'or ou du change à l'étranger, se trouvant à tout instant, à la disposition du public ?

En effet, dès que la puissance d'achat de la drachme présenterait le moindre signe de fléchissement, cette dernière tendrait immédiatement à se transformer en monnaie étrangère, puisqu'elle peut toujours le faire au prix du pair. Or, une diminution plus ou moins importante de la circulation en vertu du mécanisme que nous avons eu l'occasion d'expliquer ailleurs (1), ne tarderait pas à rendre à la drachme sa valeur nominale et cela avec une rapidité presque aussi grande et des perturbations peut-être moindres (2), que dans le cas d'une monnaie métallique (3).

Il reste certainement vrai que la monnaie régie par le système Γ X M B, ne peut recouvrer sa valeur nominale qu'une fois que la baisse de cette valeur a commencé à se faire sentir à l'intérieur, par une hausse des prix, si minime soit-elle, tandis qu'avec le régime de la remboursabilité en or, la baisse de la valeur de la monnaie légale passe habituellement inaperçue (4). Seulement, il ne faut pas oublier que le danger d'une baisse de la valeur de la drachme est extrêmement éloigné par suite de l'élément d'élasticité automatique inhérent à la circulation du système Γ X M B, complété qu'il est

(1) Voir t. I, pages 125 et suivantes.

(2) En ce sens que le resserrement de la circulation se produit sans que les changes subissent auparavant le moindre écart.

(3) Qui n'est pas exempte, elle non plus, de variations momentanées de sa valeur. Voir t. I, page 83 note 2.

(4) Etant presque instantanément supprimée par la hausse du taux de l'escompte dans les autres pays.

par la coexistence d'une circulation pour le compte des banques d'émission (1). Nous arrivons à ce sujet.

3° Enfin, on peut reprocher au papier-monnaie d'être dépourvu de toute élasticité, laquelle constitue un des avantages les plus précieux d'un système monétaire quelconque et ne peut être assurée qu'au moyen de la convertibilité en or des billets, facteur indispensable pour permettre à la circulation d'un pays d'être immédiatement alimentée par les courants monétaires internationaux.

Qu'arrive-t-il, en effet, depuis la guerre, qui a endigué ces courants monétaires et introduit presque partout le régime du papier ? — Tandis que d'une part, on constate une inflation monétaire intense, d'autre part, on remarque un resserrement des crédits, une hausse du taux de l'intérêt et de l'escompte, et parfois même, une gêne monétaire en ce qui concerne la petite monnaie. Là encore, l'infériorité de la monnaie de papier inconvertible est manifeste.

Pourtant, en ce qui concerne les exemples fournis par la guerre, il nous semble qu'ils sont dus aussi bien à la perturbation apportée dans les relations économiques internationales et à la crise économique générale qui a suivi le commencement des hostilités, qu'à l'extension du régime du cours forcé. Ce qui le prouve est que, même les Etats qui ont pu conserver le cours légal,

(1) Nous parlons dans ce chapitre, de plusieurs banques d'émission puisque légalement, il y en a encore plus d'une en Grèce. Mais on peut déjà dire qu'en fait, ce n'est que la circulation pour le compte de la Banque Nationale qui doit être prise en considération, d'autant plus que, dans quelques mois, cette dernière sera l'unique banque d'émission du royaume.

n'ont pas été exempts des effets du manque d'élasticité de la circulation (1). C'est pourquoi, d'ailleurs, la Grèce subit en ce moment les effets d'une circulation rigide.

Quoi qu'il en soit, le principe du manque d'élasticité de la circulation du papier à cours forcé est exact. Est-ce là le cas de la circulation fiduciaire de la Grèce en temps normal ?

En analysant le système de la loi Γ X M B, nous sommes arrivés, nous l'espérons, à démontrer que ce système possède en lui une élasticité telle, qu'on peut même la considérer comme supérieure à celle d'une circulation à base de métal. En effet, tandis que dans un régime à base métallique, le rapport entre la monnaie circulant dans le pays et les besoins monétaires du marché ne peut pas toujours être assuré sans une perturbation plus ou moins longue des changes et une intervention gênante des banques d'émission (élévation du taux de l'escompte), dans le système de la loi Γ X M B, ce rapport s'établit tout seul (2) et sans que le marché ait à subir un trouble quelconque du côté des changes (qui restent toujours au pair), ou une certaine pression de la part de la Banque Nationale.

Et cette élasticité existe, non seulement parce que

(1) Par exemple, l'Angleterre. Mais l'exemple le plus frappant est celui de la Suède laquelle s'étant trouvée devant un afflux d'or considérable dépassant les besoins du marché, et provoquant une hausse des prix, a été obligée de s'appliquer à écarter cet or, par tous les moyens, les courants monétaires internationaux ne pouvant plus lui assurer l'élasticité de sa circulation.

(2) Par suite du mécanisme que nous avons rappelé pages 192-193.

l'extension ou le resserrement de la circulation pour le compte de la loi Γ X M B dépend essentiellement de l'initiative que prend le marché lui-même selon ses besoins (1) mais aussi parce qu'en supposant encore que le montant de la circulation Γ X M B puisse arriver à ne pas correspondre aux nécessités du commerce, la répercussion de cette situation sur la circulation pour le compte des banques d'émission, entraîne forcément pour l'ensemble de la circulation effective, le resserrement ou l'extension nécessaires (2).

Il est certain que l'élasticité de la circulation en dehors de la loi Γ X M B, n'est pas actuellement complète, vu, d'une part, la rigidité de la catégorie des billets circulant pour le compte de l'Etat et, d'autre part, les limites maxima des émissions pour le compte des banques, ainsi que la façon dont une grande partie des émissions de la Banque Nationale est employée. Mais c'est là une situation dont les inconvénients ne peuvent se présenter que rarement et qu'il est possible de corriger par une modification des statuts et des règles d'émission en général, en dehors de la loi Γ X M B, de sorte que l'action libre des différentes catégories d'émissions entre elles, assure à la totalité de la circulation une élasticité parfaite.

L'idée que nous venons d'émettre nécessite un certain développement qui nous éloignerait de notre sujet actuel. Nous nous proposons de l'étudier dans le chapitre suivant. Ce qu'il faut retenir, c'est que même avec la législation monétaire actuelle, on peut dire que le

(1) Voir t. I, pages 122 et suivantes.

(2) Voir t. I, pages 135 et suivantes.

rapport entre le montant de la circulation et les besoins des échanges est en réalité acquis. Enfin, même en supposant que ce rapport vienne à disparaître (1), une faible baisse de la valeur de la drachme à l'intérieur, ne tarderait pas à le rétablir conformément à l'explication que nous venons de donner (2).

De ce qui précède (3), il nous semble qu'on peut conclure qu'une circulation fiduciaire basée sur un système tel que celui de la loi de 1910, assure au regard de la circulation intérieure, tous les avantages d'un système monétaire à base métallique, malgré le fait de l'inconvertibilité en or de cette circulation de papier.

Il en résulte que, toujours au point de vue de la circulation intérieure, toute réserve en métal effectif, destinée à couvrir la circulation en question et à assurer éventuellement sa remboursabilité immédiate, est dé-

(1) Le change acheté qui a provoqué les nouvelles émissions, ne correspondant pas à un accroissement de la richesse nationale ou de l'activité du marché.

(2) Voir page 197.

(3) Tous les arguments des économistes contre la monnaie de papier, que nous venons de relater, se trouvent résumés dans la lettre adressée par *M. A. Raffalovitch*, à *l'Economist* (publiée dans le numéro du 15 juin 1918, p. 1014), dans le but de combattre la proposition de *M. Larkworthy*, visant l'adoption par l'Angleterre et les autres Etats en guerre, du système de la loi *Γ X M B*.

Nous croyons avoir suffisamment démontré que ces arguments ne s'appliquent point à la circulation de papier basée sur le système *Γ X M B*. Le point de vue de l'éminent économiste combattant l'introduction du système grec dans des pays comme l'Angleterre est peut-être juste. Seulement il aurait dû, semble-t-il, employer d'autres arguments pour le soutenir.

pourvue de toute utilité pour le présent, puisque le système Γ X M B peut très bien fonctionner sans elle, et de tout intérêt pour l'avenir, puisque, après l'exposé ci-dessus, il ne reste aucune raison plausible pour aspirer à un rétablissement prochain d'une circulation à base métallique.

Dans ces conditions on peut dire, en effet, qu'en ce qui concerne particulièrement la Grèce, elle n'a absolument aucun intérêt à remplacer son système actuel de la loi Γ X M B, qui régit depuis dix ans avec un si grand succès sa circulation intérieure et qui, s'il a été affecté dernièrement dans son fonctionnement moral, n'a point succombé aux circonstances difficiles actuelles (1), par un système basé sur le principe de la remboursabilité en or des billets qui, sans présenter, en réalité, aucun avantage supplémentaire, aurait certainement cessé depuis longtemps de fonctionner en Grèce (2), en présence d'une situation exceptionnelle, comme celle que nous venons de traverser.

Si on veut maintenant passer à un aspect plus général du sujet, on peut dire que, sous réserve d'un perfectionnement et d'une adaptation d'une circulation à papier-monnaie établie sur les principes et d'après les procédés du système Γ X M B, les nominalistes ont parfaitement raison de prétendre qu'au point de vue de la circulation intérieure, un pays peut remplacer avan-

(1) Puisque la circulation Γ X M B, quoique démesurément accrue, reste toujours intégralement couverte.

(2) Sinon officiellement, du moins de fait, c'est-à-dire en ce qui touche la liberté d'exportation de l'or, la remboursabilité effective des billets, etc...

tagement (1) une circulation métallique par une circulation de papier. Mais uniquement sous cette réserve.

Ce qu'on peut surtout avancer, c'est que les différents Etats qui ont dû recourir par suite de la guerre, au cours forcé, et qui se trouvent devant les graves difficultés de la réduction de leur circulation excessive de papier-monnaie inconvertible, pourraient resserrer leur circulation beaucoup plus facilement, en s'arrangeant de façon à lui assurer une remboursabilité en traites sur l'étranger (2). Et après avoir ainsi fait revenir leur circulation à une situation plus ou moins normale (3), par l'application transitoire d'un mécanisme basé sur le système Γ X M B, ils pourraient alors décider s'il y aurait lieu de conserver définitivement ce système ou de revenir au régime de la remboursabilité en or des billets, ce à quoi, dans les circonstances actuelles, il est impossible de penser (4).

(1) En ce sens que, sous d'autres aspects, le système Γ X M B est, comme nous le verrons, supérieur au régime de la remboursabilité en or.

(2) Reste le danger de la persistance du déficit de la balance des comptes (qui sera d'ailleurs moindre une fois la circulation resserrée) mais nous y reviendrons.

(3) Déjà les différents Etats se sont sensiblement orientés vers l'obtention de crédits à l'étranger, en vue de redresser, autant que possible, leur balance des comptes. Néanmoins, avec le système qu'ils emploient, ce procédé ne sert ni à resserrer la circulation existante, ni à empêcher les oscillations journalières du change.

(4) Non seulement à cause de l'exubérance de la circulation et de la situation de la balance des comptes, mais encore par suite de l'esprit de conservation de l'or, qui règne en ce moment dans tous les Etats.

SECTION II

**Comparaison du système Γ X M B avec le régime
du cours légal, au point de vue du change.**

§ 1. — *Le rôle de l'or dans les paiements internationaux.*

Jusqu'ici, nous n'avons examiné l'utilité du système de la loi de 1910, qu'en ce qui regarde la circulation intérieure. Il importe pourtant, avant de nous former une opinion sur la comparaison de ce système avec un régime à cours légal proprement dit, de tâcher d'apprécier la valeur du système grec sous un autre aspect, c'est-à-dire celui de son influence sur la réglementation des changes et de son efficacité pour les paiements à faire à l'étranger.

Relativement à ce deuxième aspect, qui constitue, d'ailleurs, le côté le plus épineux de la question que nous nous sommes posée au début de ce chapitre, métallistes et nominalistes tombent d'accord pour reconnaître que la monnaie métallique reste indispensable pour les paiements à l'étranger. Une monnaie de papier étant nécessairement émise par un Gouvernement ou une banque (en vertu d'un privilège accordé par ce Gouvernement) d'un pays particulier, ne peut être qu'une monnaie nationale et ne peut jamais circuler que dans les limites de ce pays. Par conséquent, pour les paiements à faire à l'étranger, il faut une monnaie acceptée internationalement. Or, étant donné qu'il n'y a que l'or qui possède cette qualité de monnaie internationale, un stock de ce métal est indispensable pour chaque pays pour les règlements à faire au dehors.

Il en résulte que même en admettant, comme l'étude et l'expérience du système de la loi de 1910 l'ont prouvé, que la monnaie d'or peut disparaître sans inconvénient de la circulation intérieure d'un pays et qu'une encaisse métallique ne peut avoir aucune espèce d'utilité pour la sécurité et l'élasticité de sa circulation fiduciaire, l'existence de cette monnaie resterait indispensable pour les transactions internationales, et conséquemment, une réserve d'or serait toujours nécessaire pour assurer la possibilité d'effectuer les paiements à l'extérieur (1).

Donc, tant pour les métallistes que pour les nominalistes, l'or reste toujours le facteur destiné à combler les déficits momentanés de la balance des comptes et à

(1) Ici encore, la relation des exemples fournis par la dernière guerre est très intéressante. Elle prouve une évolution rapide tant dans l'esprit des Gouvernements que dans celui des particuliers, vers la conception de l'inutilité de l'or pour la circulation intérieure et de la limitation de son utilisation pour les paiements internationaux. On constate effectivement depuis la guerre une tendance croissante dans tous les pays, à remplacer la circulation effective d'or par du papier et à centraliser les monnaies d'or existantes dans une réserve unique, en vue du règlement des créances de l'étranger. L'appel de l'or dans presque tous les Etats et sa concentration à la banque centrale, la bonne volonté qu'on a mise à se dessaisir de cet or et à le remplacer par du papier, démontrent une tendance vers la création d'un système monétaire à réserve unique d'or, réserve destinée à faciliter les transactions internationales et, par là même, à régler les changes.

Mais comment l'or peut-il arriver à jouer ce rôle s'il n'est pas à la disposition de ceux qui ont des paiements à faire au dehors ? — Pour pouvoir répondre à cette question, il faut commencer par expliquer une divergence de vue fondamentale entre métallistes et nominalistes, relativement au mécanisme par lequel l'or arrive à régler les échanges internationaux.

empêcher ainsi les variations accentuées des cours du change. Il existe, malgré tout, une divergence fondamentale entre ces deux Ecoles, concernant la procédure à suivre pour arriver, au moyen de l'or, à ce résultat.

Pour les économistes en général, le stock d'or de chaque pays se trouvant déjà, pour la plus grande partie, dans la circulation, l'or doit jouer tout naturellement son rôle de monnaie internationale, par le libre mouvement des courants monétaires internationaux, provoqués par une hausse momentanée des changes étrangers. Et si l'or en circulation ne suffisait pas et que le besoin se présente pour le public, de recourir à la réserve métallique de la banque d'émission, cette dernière devrait protéger jalousement son encaisse, en élevant le taux de l'escompte (1), puisque cette encaisse a également une autre mission, aussi importante que celle du maintien des changes, à savoir la couverture de la monnaie de papier en circulation.

Pour les nominalistes, au contraire, tout le stock d'or du pays se trouvant accumulé dans les caisses de la banque d'émission, cette dernière doit, toutes les fois que des paiements à l'étranger seront nécessaires (2), échanger à un taux déterminé qui ne soit pas variable, la monnaie de papier intérieure contre la monnaie in-

(1) Relativement aux effets que peut avoir l'élévation du taux de l'escompte sur le redressement de la balance des comptes, avant que la situation de cette dernière affecte l'encaisse métallique de la banque d'émission, voir t. I, page 131, note 3.

(2) C'est-à-dire toutes les fois que la balance des comptes étant défavorable, il faudra en combler le déficit par des paiements effectifs au dehors.

ternationale qui est l'or (1); et cela sans opposer la moindre résistance pour le versement d'une partie de leur encaisse à l'étranger, puisque le règlement des paiements internationaux constitue précisément le seul but et la seule fonction de cette encaisse.

§ 2. — *Critique de la conception nominaliste
relativement à son système de réglementation des
changes.*

La divergence de vue que nous venons d'indiquer par rapport à la procédure à suivre, pour effectuer au moyen de l'or les paiements internationaux, laisse tout de suite entrevoir le côté faible de l'édifice que les nominalistes veulent fonder sur une circulation pure et simple de papier-monnaie inconvertible, et sur une fixité artificielle des cours du change.

Il apparaît, en effet, à la plus simple réflexion, que les nominalistes ne sont pas logiques avec eux-mêmes en séparant complètement ces deux points de vue : la valeur de la monnaie de papier à l'intérieur du pays et les cours du change, et en prétendant que ce dernier peut être réglementé au moyen de l'encaisse métallique de la banque d'émission, au moment où la quantité du papier-monnaie en circulation ne dépendrait que de l'arbitraire du Gouvernement.

Il est incontestable, au contraire, que ces deux phénomènes réagissent étroitement l'un sur l'autre. Dans ces conditions, et étant donné que le change d'un pays dépend essentiellement de la valeur de sa monnaie lé-

(1) Les nominalistes invoquent, à l'appui de leur thèse, un grand nombre d'exemples dont nous reparlerons.

gale, qu'advierait-il si cette valeur venait à baisser, par suite d'une émission exagérée de papier-monnaie ? — Il s'ensuivrait une hausse considérable des changes étrangers, avec tous les inconvénients qu'elle peut entraîner. Alors, comment les nominalistes peuvent-ils continuer à prétendre qu'une circulation de papier-monnaie est capable de remplacer efficacement une circulation à base métallique ?

Ils pourront opposer à cet argument que la banque d'émission ne laissera pas ce mouvement de hausse des changes se produire puisqu'elle continuera à céder l'or pour les paiements à l'étranger, à un taux déterminé, qui sera, dans le cas que nous prenons comme exemple, le pair (1).

Mais une situation aussi bizarre, c'est-à-dire : hausse des prix à l'intérieur du pays combinée avec un maintien du change au pair (2), entraînerait inévitablement, par suite des bénéfices qu'elle assurerait au commerce, un accroissement énorme des importations, ce qui ne tarderait pas à faire disparaître toute l'encaisse métallique de la banque d'émission. Et alors qu'advierait-il ? — La banque d'émission se trouvant dans l'impossibilité de stabiliser les changes, ces derniers, devant une balance des comptes tellement défavorable, se

(1) Si ce n'était pas le pair, cela signifierait que la valeur du papier-monnaie national est reconnue officiellement inférieure au pair. Et le raisonnement resterait le même dans le cas où la valeur de cette monnaie descendrait, de fait, au-dessous de ce taux officiel.

(2) Cette situation s'est présentée en Grèce depuis 1918, seulement elle fut le résultat, non pas du système monétaire de ce pays, mais de l'endiguement du marché monétaire international.

mettront à hausser rapidement sur le marché. La conséquence en sera l'élévation du prix des importations et aussi des prix des denrées à l'intérieur, d'autant plus que l'inflation monétaire qui a été le point de départ de notre série de réflexions, pourra, dorénavant, produire sans entrave ses effets sur les prix.

Il y a plus : même en supposant la relation entre le montant de la circulation et les besoins monétaires du marché complètement assurée et, par conséquent, la valeur réelle de la monnaie de papier toujours pareille à sa valeur légale, peut-on jamais être sûr que la balance des comptes du pays à circulation de papier inconvertible, se soldera toujours en excédent ou même en équilibre ?

Or, si cette balance vient à présenter un déficit plus ou moins prolongé, le résultat sera encore celui que nous venons d'indiquer : la banque d'émission en persistant à maintenir les cours du change au pair (1) pourra finir par voir toute son encaisse métallique fuir vers l'étranger. Alors, une fois cette encaisse disparue, tout le système préconisé par les nominalistes cessera de fonctionner, et le pays à cours forcé reviendra aux fluctuations continues et accentuées de son change, à l'exemple de tous les Etats qui se sont trouvés sous un pareil régime dans le passé.

(1) Car si elle se décidait à modifier ce cours suivant les circonstances, et par suite, à laisser hausser, dans le cas qui nous préoccupe, les changes sur l'étranger, on ne pourrait plus parler de stabilité des changes et de la valeur de la monnaie de papier, pas plus que de supériorité de ce système monétaire sur celui à base métallique et à monnaie de papier, convertible en or. Cette question délicate devra être reprise.

De ces considérations il se dégage que pour qu'un système tel que les nominalistes le préconisent puisse fonctionner avec succès, l'existence de deux facteurs *sine qua non* est indispensable :

a) Il faut qu'on puisse être sûr d'avance que la valeur de la monnaie de papier circulant légalement dans le pays se maintiendra toujours, dans la pratique, au niveau fixé officiellement par la loi. Mais il est clair qu'une pareille certitude ne peut être acquise que si la quantité de la monnaie en circulation ne dépend pas de l'arbitraire du Gouvernement, comme c'est le cas dans les pays à cours forcé pur et simple, mais est, tout au contraire, subordonnée à un mécanisme quelconque capable d'assurer le rapport constant de la circulation avec les besoins monétaires du pays.

b) Il faut que la balance des comptes du pays visé soit favorable dans son ensemble ou, tout au moins, qu'elle ne soit pas constamment défavorable. Et, il est hors de doute que si normalement cette dernière situation ne peut pas se prolonger là où règne le cours légal (1) et même le cours forcé pur et simple (2), elle peut très bien se présenter dans un pays possédant un système de fixité absolue du change et, par là incapable de réagir contre un déficit toujours à craindre de sa balance des comptes.

(1) Par suite de l'action des importations et exportations de numéraire, concurremment avec les effets de l'élévation du taux de l'escompte.

(2) A cause même des fluctuations accentuées du change.

§ 3. — *Le rapport existant dans le système Γ X M B entre le montant de la circulation et la situation de la balance des comptes, et les effets de ce rapport pour l'établissement de l'équilibre de cette dernière.*

Après ces explications indispensables, le moment est venu de reprendre l'examen du système de la loi Γ X M B, et d'essayer de voir si son régime, bien que basé sur le principe de la non-convertibilité en or des billets, arrive à assurer à la Grèce la réalisation des deux conditions ci-dessus, indispensables à son fonctionnement régulier et efficace. Ce n'est que dans ce dernier cas qu'on pourrait considérer un pareil système comme capable de régir sans danger les changes et les échanges internationaux du pays et, par conséquent, de continuer à remplacer sans inconvénient un système monétaire à base métallique.

Sur le premier des deux facteurs indiqués au paragraphe précédent, celui de la fixité de la valeur de la monnaie légale du pays, c'est-à-dire de la drachme-papier, nous n'aurons pas à insister ici. Les explications données dans la section précédente, consacrée à l'étude de la valeur du système Γ X M B au regard de la situation intérieure, ont suffi, peut-être, à prouver que le système ci-dessus est capable d'assurer à la drachme-papier la stabilité de sa valeur (1).

Passons donc au deuxième facteur, celui qui se rapporte à la situation de la balance des comptes. Avant de rechercher quelle peut être l'influence du système de la loi de 1910 sur l'établissement de la balance éco-

(1) Voir pages 195 et suivantes.

nomique de la Grèce, il est utile de rappeler brièvement en quoi consiste ce système en tant que système de réglementation des changes :

Il vise au maintien constant du change grec au pair, en vertu d'un mécanisme qui consiste à acheter, au moyen de billets émis dans ce but, l'or et le change offerts sur le marché, à un taux maximum égal au pair, et à revendre contre des billets l'or et le change ainsi achetés à tout demandeur à un taux égal ou presque égal au pair.

La première pensée qui vient à l'esprit à la lecture des quelques lignes qui précèdent, c'est que l'application d'un pareil système de change, loin de pouvoir influencer favorablement la balance des comptes du pays dans lequel il fonctionne, est subordonnée, tout au contraire, à l'existence d'une balance régulièrement et normalement favorable (1). Il apparaît, en effet, que :

a) Le système de la loi de 1910, n'étant pas doté d'un fonds de conversion quelconque, n'aurait jamais pu fonctionner et constituer une réserve de change importante, s'il n'avait pas eu à compter, dès le moment de sa mise en application, sur une balance des comptes favorable pour la Grèce.

b) Aujourd'hui même, la continuité du fonctionnement régulier de ce système ne peut pas être garantie, car si la situation de la balance économique venait à se renverser pour un temps indéterminé, elle pourrait menacer gravement et même épuiser complètement, les réserves de change accumulées en vertu du système en question, lequel serait ainsi réduit à l'impuissance.

(1) Voir à ce sujet t. I, pages 166 et suivantes.

La première de ces deux affirmations vise le passé, puisqu'actuellement on est en présence de ce fait que les circonstances ont permis au système Γ X M B de fonctionner régulièrement et même de former, pendant les premières années de son application, un stock de change très important, constituant une garantie contre un renversement présent ou futur de la balance économique. Elle est donc étrangère au sujet de la présente section, qui consiste à savoir si le système de la loi Γ X M B peut continuer à remplacer en Grèce, sans inconvénient, un système monétaire à base métallique (1).

Par contre, la deuxième affirmation doit être contrôlée avec attention, car si elle est exacte, elle constitue un gros défaut capable, à lui seul, de faire abandonner l'idée du maintien du système de la loi de 1910 dans l'avenir.

Afin de pouvoir apprécier ce système sous l'aspect que nous envisageons ici, notre attention doit se porter

(1) Néanmoins, si on suppose à un autre pays, la volonté d'introduire chez lui le système grec, il reste toujours vrai qu'il devrait être sûr d'avance d'avoir une balance des comptes favorable. Pourtant, en cas d'une balance défavorable, ce pays pourrait toujours éviter l'inconvénient, en dotant préalablement le système d'un fonds de change à l'étranger. Mais si ce fonds venait à s'épuiser ? — Cela vise la deuxième objection que nous avons formulée dans le texte et dont nous allons immédiatement entreprendre l'examen. Il en résultera qu'une pareille éventualité ne serait possible que dans le cas où le pays qui introduirait le système Γ X M B, posséderait déjà une circulation excessive et, par là, une monnaie légale dépréciée à l'intérieur, inconvénient qui pourrait à son tour être évité par la fixation d'un cours officiel de change, non plus au pair absolu, mais à un taux correspondant à la valeur réelle de la monnaie légale du pays visé.

vers le rapport qui existe dans le régime résumé ci-dessus, entre le mécanisme d'achat et de vente d'or et de change et le montant de la circulation intérieure des billets. Nous avons, effectivement, maintes fois constaté qu'il existe un lien très étroit entre les mouvements de la réserve d'or et de change à l'étranger et ceux de la circulation intérieure (1). Et on peut dire qu'à ce dernier point de vue, le système grec est basé sur les principes du Gold-Exchange Standard, préconisé par Conant (2).

D'après cet économiste, son système, en vertu précisément de la corrélation qu'il institue entre la réserve de change et la circulation de papier, possède en lui-même les forces de redressement qui le garantissent aussi bien contre la surabondance monétaire que contre la menace d'épuisement de son stock d'or et de change, menace que l'on est naturellement amené à redouter en cas de persistance d'une balance des comptes défavorable. Essayons d'appliquer ce raisonnement, qui est basé sur la théorie quantitative des

(1) Ce rapport constitue la clef de voûte de tout le mécanisme de la loi 1 X M B. Et bien que nous ayons déjà insisté sur cette idée essentielle, nous ne croyons pas inutile d'y revenir et de l'envisager en vue d'une application plus générale. Voir t. I. pages 112-114.

(2) A vrai dire, au moment où Conant établissait les principes de Gold-Exchange Standard, et contribuait à son introduction aux Philippines, ce système avait déjà reçu une application aux Indes Anglaises. Seulement cette expérience n'avait eu jusqu'alors, que le caractère d'un simple palliatif à une situation difficile. Et ce n'est que depuis que Conant a établi la théorie de l'étalon d'échange d'or, que ce dernier peut être considéré comme un système distinct, dont les avantages ont été confirmés par de nombreuses applications ultérieures qui nous retiendront plus loin.

prix, sur celle des effets de la hausse du taux de l'escompte, et sur celle des forces de réajustement du célèbre mécanisme Ricardien, sur le système de la loi de 1910 :

Toute opération de change effectuée conformément à ce système, ayant une répercussion immédiate et précise sur le volume de sa circulation monétaire antérieure (1), doit forcément affecter les prix des marchandises et des services, ainsi que le taux de l'intérêt et de l'escompte, sur le marché national. Or, les fluctuations de ces prix et de ce taux ont, de par les lois économiques, une répercussion immédiate sur la situation de la balance des comptes, qui est ainsi poussée à retrouver son équilibre momentanément troublé. Voici de qu'elle façon :

S'il y a offre persistante d'or ou de change sur le marché grec, l'achat de cet or et de ce change par la Banque Nationale entraînera une émission considérable de billets nouveaux, en vertu de la loi Γ X M B, et ces billets, venant enfler outre mesure la circulation intérieure, ne peuvent qu'entraîner une hausse générale des prix et une baisse du taux de l'intérêt et de l'escompte. Mais ces phénomènes sont de nature à encourager les importations de marchandises et les exportations de capitaux et, inversement, à décourager les exportations de marchandises et les importations de capitaux, circonstances qui finissent par rétablir l'équilibre

(1) Nous faisons provisoirement abstraction des deux autres catégories de circulation qui coexistent en Grèce avec celle de la loi Γ X M B, afin de pouvoir mieux faire valoir l'affaiblissement que leur action imprime en Grèce au mécanisme de Conant.

de la balance des comptes et par faire rentrer dans les caisses de la Banque la circulation excessive des billets.

En sens contraire (et c'est le cas qui nous intéresse en ce moment), s'il se manifeste un mouvement soutenu de demandes de change sur le marché d'Athènes, mouvement qui doit entraîner une diminution rapide des réserves de change de la loi de 1910, il se traduit nécessairement par une diminution du volume monétaire du pays. Mais ce resserrement entraîne immédiatement une baisse des prix et une hausse du taux de l'intérêt et de l'escompte, qui tendent, à leur tour, à surexciter les exportations de marchandises et les importations de capitaux et à ralentir les importations de marchandises et les exportations de capitaux. Ce dernier mouvement, en restreignant les dettes du pays envers l'étranger, et en rétablissant un courant de créances sur l'étranger arrive à renverser la situation de la balance des comptes et, par suite, à écarter et à rendre inexistant le danger de l'épuisement des réserves de change du pays.

§ 4. — *La faiblesse du système Γ X M B en présence d'un déficit prolongé de la balance des comptes.*

Tout ce raisonnement, basé sur des lois économiques indiscutables, est juste en principe. Aussi, en analysant le système de la loi de 1910, nous n'avons pas manqué de faire ressortir cet avantage indiscutable et absolument remarquable du système.

Seulement, le fonctionnement régulier du système grec pendant les huit années relativement normales de son application, constitue-t-il une preuve absolue en

faveur de la théorie ci-dessus (1) ? Nous ne le croyons pas, et c'est pourquoi nous avons été amené à reconnaître que, malgré tout, le succès du système ne serait pas aussi éclatant sans la coïncidence de cette circonstance que, pendant la durée de son application, la balance des comptes a été, dans son ensemble, normalement favorable à la Grèce. Cela tient à une particularité de l'ensemble de son système monétaire. Le moment est venu d'indiquer plus explicitement la raison d'être de cette réserve :

Ainsi qu'il ressort des explications du paragraphe précédent, le mécanisme du système Γ X M B, basé sur le rapport existant entre le montant de la circulation et la situation de la balance des comptes, s'analyse en deux relations différentes, qui doivent être examinées séparément.

La première consiste dans les effets de la situation de la balance des comptes sur l'élasticité de la circulation, c'est-à-dire sur l'élimination du danger d'une inflation monétaire. Cette relation a été étudiée dans la section précédente, ce qui nous a permis de conclure à l'existence, grâce à elle, d'une élasticité parfaite du système monétaire de la Grèce. Nous avons cependant été amené à constater que le rapport entre le montant de la circulation et les besoins du commerce n'aurait pu souvent être assuré qu'après une certaine baisse de la valeur de la drachme à l'intérieur et, par là, après une certaine

(1) Nous ne parlons pas ici, provisoirement, de la situation actuelle, dont nous avons déjà indiqué les causes, absolument indépendantes du système Γ X M B, et capables d'affecter beaucoup plus profondément, dans son fonctionnement, un régime à cours légal.

perturbation du marché. Seulement, comme nous l'avons vu, ce qui fait qu'en Grèce, cet inconvénient soit en réalité très hypothétique, et ne constitue pas, par conséquent, une faiblesse capable de faire condamner le système $\Gamma X M B$, c'est qu'à côté de la circulation basée sur ce dernier, il y a celle pour le compte des banques d'émission, laquelle en se resserrant ou se dilatant automatiquement, suivant les circonstances, arrive à éliminer les phénomènes éventuels de manque d'élasticité de la circulation $\Gamma X M B$. Nous avons donc conclu au maintien de la circulation pour le compte des banques, tout en la rendant encore plus élastique. Cet avantage n'est pas sans comporter un mauvais côté auquel nous arrivons.

Passons à la deuxième relation existant dans le système $\Gamma X M B$, qui nous intéresse plus particulièrement ici. Cette relation qui est la contre-partie de la première, consiste dans les effets du montant de la circulation sur la situation de la balance des comptes, c'est-à-dire sur l'élimination du danger d'un déficit prolongé de cette balance. Ainsi que nous le disions, le resserrement de la circulation $\Gamma X M B$ qui résulte de ce déficit, ne peut pas, en théorie, tarder à redresser la balance des comptes, par suite des différents mouvements en faveur de cette dernière, que la contraction de la circulation ne manquera pas de susciter.

Or, dans ce deuxième cas, la coexistence en Grèce, avec la circulation $\Gamma X M B$, de celle pour le compte des banques, qui est un avantage au regard de l'élasticité de la circulation, constitue, en raison précisément de cette élasticité, un inconvénient important au point de vue des forces de réaction que possède le système moné-

taire grec pour redresser la balance des comptes du pays (1).

Dans ces conditions, et si l'on veut surtout conserver et compléter l'élasticité parfaite de la circulation grecque, par le maintien et le perfectionnement du privilège d'émission des banques, on est forcé de reconnaître la faiblesse du système Γ X M B, ainsi complété, relativement à son pouvoir de rétablissement de la balance des comptes. Ce pouvoir qui résulte des répercussions que les fluctuations du montant de la circulation peuvent avoir sur la situation de la balance économique, étant très lent à produire ses effets, ne doit donc être considéré, par suite de l'élément d'élasticité de l'ensemble de la circulation résultant de la combinaison du système Γ X M B avec le privilège d'émission des banques (2), que comme un remède *in extremis*, et non pas comme un régulateur méthodique et permanent de la balance des comptes. Voici comment la situation se présente :

Si le système Γ X M B arrive à éliminer les déséquilibres momentanés et pour ainsi dire normaux, de la

(1) Voir t. I, page 169 note 3.

(2) Il est évident que si un déficit de la balance des comptes ne peut que provoquer un resserrement correspondant de la circulation pour le compte de la loi Γ X M B, ce resserrement commencera par être instantanément et infailliblement compensé par un développement de la circulation effective pour le compte des banques, ce qui empêchera le jeu de la circulation de produire son effet sur la balance des comptes. Si le déficit de cette dernière persiste, la situation finira par changer, mais ce ne sera qu'après un certain temps et après avoir provoqué des perturbations sensibles sur le marché monétaire.

balance des comptes (1), d'une façon idéale et manifestement préférable à celle de n'importe quel autre système (2), par une simple fluctuation légère dans le montant de ses réserves de change à l'étranger, il n'en reste pas moins vrai que lorsqu'il s'agit d'un déficit effectif dans l'ensemble de cette balance, au cours d'une période déterminée, ce déficit ne pourra être comblé qu'au moyen d'un prélèvement plus ou moins important sur les dépôts de change du système. Et il ne saurait en être autrement, puisque l'action réparatrice de la hausse des changes étant éliminée, et celle du resserrement de la circulation très lente à se manifester, il ne reste que les réserves de change de la loi Γ X M B à même d'équilibrer la balance défavorable (3).

Alors l'idée suivante vient tout naturellement à l'esprit : les réserves de change en question seront-elles suffisantes pour combler le déficit ? — Laissons ce point

(1) Nous entendons par là les déséquilibres habituels et continuels inévitables par suite de la nature même de la balance des comptes, qu'elle soit favorable ou défavorable dans son ensemble.

(2) Puisque ces anomalies momentanées de la balance, se trouvent pour ainsi dire nivelées automatiquement, sans le moindre écart dans les cours du change ou le taux de l'es-compte.

(3) Nous mettons à part les moyens de change des banques ou des particuliers qui peuvent être plus ou moins considérables et qui ne sont, en tout cas, capables que de retarder ou circonscrire la nécessité de recourir aux réserves Γ X M B. Bien entendu, nous laissons en dehors de nos réflexions présentes ce qui touche à la situation actuelle des moyens de change à l'étranger, qui est extrêmement favorable. Car il ne s'agit ici que d'apprécier le système grec au point de vue théorique et placé dans un cadre de fonctionnement normal.

très important de côté pour l'instant, et supposons encore le stock de change du système suffisant pour faire face à un déséquilibre réel, mais provisoire, de la balance économique en faveur de l'étranger.

Mais si la situation défavorable de la balance des comptes se prolonge, étant due à des causes profondes et persistantes (1) ? — Ce n'est qu'alors seulement, et en supposant toujours que l'importance des réserves de change du système Γ X M B lui ait permis de résister à la situation, et de continuer de fonctionner, ce n'est qu'à ce moment, disons-nous, que la relation existante, quoique atténuée, entre la situation de la balance des comptes et le montant de la circulation intérieure, qui finira par se resserrer dans son ensemble, pourra commencer à provoquer le redressement de ce déséquilibre prolongé de la balance économique.

Néanmoins, l'action de la force de redressement dont il s'agit ne pourra arriver à ce résultat que : a) après avoir déclenché sur le pays une crise économique et monétaire aiguë, par suite du manque de moyens de paiement et du resserrement du crédit, qui sont à la base d'un redressement possible de la balance des comptes : b) et aussi après un temps suffisamment long pour permettre au phénomène ci-dessus de se manifester ; et la prolongation d'une pareille situation peut finir par compromettre le fonctionnement du système Γ X M B et par l'obliger, en fin de compte, à disparaître.

Avant d'arriver à l'examen de cette possibilité d'épuis-

(1) Telles que : une série de mauvaises récoltes, une guerre longue et dévastatrice, etc.

sement des réserves de change du système, que nous réservons pour le paragraphe suivant, expliquons-nous sur un point qui peut paraître encore obscur :

On pourrait avancer qu'une pareille éventualité d'un déséquilibre prolongé de la balance économique au détriment du pays et de son stock de change, ne devrait pas être mise en ligne de compte, car une balance des comptes ne peut pas être constamment défavorable pour un pays, puisqu'elle doit toujours finir par s'équilibrer d'une façon ou d'une autre. Ceci est juste et c'est ce que nous avons soutenu, nous aussi, dans le courant de la présente étude.

Mais pourquoi donc une balance économique ne peut-elle pas persister à être défavorable ? — Parce que dans les pays à cours légal, la hausse des changes jusqu'au *gold-point* et l'élévation du taux de l'escompte, déterminent immédiatement un courant d'exportation de numéraire et d'importation de capitaux qui vient rétablir l'équilibre momentanément troublé. Et dans les pays à cours forcé pur et simple, la hausse accentuée des changes limite les importations et toutes les autres causes qui provoquent une demande de change, tandis qu'elle augmente les exportations et, en général, toutes les sources qui viennent alimenter le marché du change (1).

(1) Ainsi, en ce moment, l'énorme déficit de la balance des comptes de la France (rien que la balance commerciale a présenté, en 1919, un déficit de 21 milliards), arrive quand même à se combler, et la balance se solde régulièrement en équilibre. Et il ne pourrait pas en être autrement, puisqu'on ne saurait se dispenser de payer ce qu'on doit à l'étranger.

Mais qu'est-ce qui permet à la France d'obtenir ce résultat ?

— Ce n'est pas l'exportation de l'or (que la Banque de France

crise, sans parvenir parfois à sauver le système lui-même. Même si le rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes se produit suffisamment à temps pour empêcher l'écroulement du système, la situation économique du pays n'en sortira pas moins compromise, puisque cet équilibre ne pourra être acquis qu'après une crise monétaire et économique aiguë, et après un affaiblissement inquiétant des réserves de change du

engagé dans ce genre d'opérations, si le change français n'était pas en baisse à l'étranger ; et plus le change baisse, plus le crédit de spéculation afflue.

Il y a lieu de constater à cette occasion qu'il s'agit ici d'un cercle vicieux, car plus on a besoin de crédit de spéculation, plus le change baisse. C'est ainsi que les premiers acheteurs de francs français, déçus dans leurs espoirs de voir hausser le cours de cette monnaie (grèves, politique fiscale, situation budgétaire, démêlés avec l'Allemagne, etc...), demandent à retirer leurs dépôts en France, d'où nouvelle baisse du franc, jusqu'à ce que d'autres, incités par cette nouvelle baisse, consentent à prendre leur place. Aussi, le report de cette dette flottante (qui s'accroît, d'ailleurs, de jour en jour) devient toujours plus malaisé et s'effectue dans des conditions de plus en plus onéreuses pour la France.

Voilà comment la France, grâce précisément à la baisse de sa valuta nationale, est arrivée à solder son déficit, mais voilà aussi comment le franc est arrivé à la situation actuelle.

Heureusement, la hausse des changes étrangers dans un pays, n'a pas comme seul résultat d'arriver à combler le déficit de la balance des comptes par le concours de la spéculation, dont nous avons maintes fois signalé les effets néfastes sur les cours mêmes du change. Elle encourage aussi les exportations et décourage les importations ; et c'est uniquement en s'engageant dans cette voie que la France retrouvera son équilibre économique. Pour cela, il faut produire d'une part, et se restreindre sérieusement de l'autre. Mais rien ne peut amener à ces deux résultats comme une réduction de la circulation fiduciaire et surtout, une imposition sévère des revenus, surtout de ceux accrus ou créés depuis la guerre.

Or, dans un système comme celui de la loi de 1910, tel qu'il existe actuellement, quel est le frein qui vient se substituer à la hausse du change qui doit rester invariablement et en toutes circonstances au pair ? — L'action lente et pas toujours décisive d'un resserrement de la circulation, laquelle peut aller jusqu'à provoquer une

exclut absolument), ni la sortie des titres étrangers, ni même les placements des étrangers en France (malgré l'intérêt que présentent ces deux genres d'opérations, en raison précisément de la baisse du change), qui pourraient compenser un déficit si important.

Ce ne sont pas non plus les dépenses des étrangers et des contingents des armées alliées en France, qui pourraient constituer un remède décisif.

Ce ne sont pas, enfin, les avances de trésorerie ou autres, puisque l'Amérique n'en consent presque plus, de peur de voir le dollar baisser au-dessous de la livre sterling (la France subit les conséquences de la rivalité des deux changes, provoquée peut-être par son attitude qui consistait à payer en Angleterre avec des dollars), ni les crédits commerciaux (acceptations, pensions, etc...) habituels en temps de paix (desquels l'Angleterre propose à la France de se contenter) par suite de la défaillance incontestable du crédit en ce moment.

Le principal facteur qui permet actuellement à la France de solder sa balance, c'est le *crédit de spéculation*, c'est-à-dire une dette flottante, toujours grossissante, que la France contracte à l'étranger, et principalement en Amérique, sous forme d'achat de francs par les étrangers contre leur propre monnaie. C'est ainsi que les créanciers américains de la France sont payés régulièrement en dollars, fournis par les banques américaines, lesquelles gardent les francs cédés en contre-partie, déposés dans les banques françaises.

Mais quel intérêt les Américains ont-ils donc à procéder de la sorte ? — C'est parce que leur intérêt est stimulé par le bon marché auquel ils peuvent acheter les francs (en d'autres termes, par la hausse de leur propre change en France). Ils jouent tout simplement à la hausse, en espérant que la baisse actuelle du franc ne va pas continuer. Le crédit à court terme ne se serait jamais

système, voire après un drainage à l'étranger et une perte d'une grande partie de l'épargne nationale.

Si encore le danger ne consistait qu'en cela, on pourrait, à la rigueur, passer outre. Mais si la prolongation du déficit arrive à dépouiller le système de toute réserve de change, avant même que toute force de redressement puisse être déclenchée ? — Ce serait alors l'arrêt complet du fonctionnement du système et le retour fatal au régime du cours forcé pur et simple, avec tous les inconvénients qui s'ensuivent, tant au point de vue du change qu'à celui de la circulation.

Ce qu'il nous faut donc examiner c'est : si un pareil épuisement du stock de change de la loi Γ X M B est possible ; s'il est facile à se produire. Car, en somme, c'est en cela que consiste le nœud de toute la question.

Pour répondre à cette dernière, il ne faut pas se départir de la considération fondamentale suivante : la constitution de stocks de change très importants à la suite d'un fonctionnement dans un milieu normal du système Γ X M B, est très possible, voire même sûre, justement en raison de l'absence dans ce système d'un frein tendant à rétablir l'équilibre de la balance économique, absence que nous venons de considérer comme un inconvénient dans le cas d'un déficit (1). Tout au

(1) Il reste toujours vrai que la balance des comptes ne doit pas commencer par se solder en déficit, car alors le fonctionnement du système ne pourrait qu'être définitivement compromis. Mais nous avons déjà dit que si cette réserve doit toujours entrer en ligne de compte toutes les fois qu'il s'agirait d'introduire le système Γ X M B dans un autre pays, elle ne peut avoir aucune portée quant à notre recherche actuelle qui consiste à savoir si, après un long fonctionnement heureux du système Γ X M B, la Grèce doit s'en séparer ou la conserver. Voir pages 212-213.

contraire, dans le cas d'un excédent, la fixité constante du change au pair établie par le système ci-dessus, constitue un avantage, puisque la légère baisse des changes étrangers, qui se serait produite sous un régime à cours légal, et qui aurait fait revenir la balance en équilibre, ne peut point se produire en Grèce (1). Aussi sa balance économique peut-elle très bien continuer à se solder effectivement en excédent, et l'équilibre nominal être atteint par la mise en réserve de cet excédent à l'actif du compte de la loi Γ X M B. C'est ainsi que la balance des comptes pouvant être constamment favorable dans son ensemble, l'excédent de cette balance viendra régulièrement grossir les réserves de change de la loi de 1910, d'autant plus que l'accroissement de la circulation pour le compte de cette loi, qui s'ensuivra, ne peut pas provoquer dans le système grec tel qu'il est complété par la co-existence de la circulation des banques, des mouvements capables de supprimer l'excédent ci-dessus, puisque l'ensemble de la circulation intérieure conservera, par le resserrement de la circulation des banques, son élasticité.

Ceci est le revers de la médaille, lequel apparaît clairement après l'exposé qui précède, et ne demande pas de nouvelles explications. Aussi, cette adjonction d'une circulation complémentaire, par rapport au système

(1) On peut trouver une preuve manifeste de l'exactitude de cette affirmation dans le fait que, dès que les changes étrangers se mirent à baisser en 1915 sur le marché d'Athènes (pour des raisons d'ailleurs indépendantes du fonctionnement du système Γ X M B) le danger d'un renversement de la balance de la Grèce, alors favorable, s'est tout de suite présenté. Voir t. I, pages 237-238, note 1.

préconisé par Conant, dans le système grec, doit être considérée comme constituant, non seulement sa particularité, mais aussi sa supériorité. C'est pourquoi nous proposons le maintien et le perfectionnement du mécanisme de cette circulation à côté du système, en visant tout à la fois à l'élasticité de la circulation intérieure, et à la force du système Γ X M B pour constituer ses réserves de change et assurer, par là, sa résistance en présence d'une balance défavorable.

Les réserves énormes de change que le système Γ X M B a pu accumuler à l'étranger depuis sa mise en application, qui sont dues en première ligne à l'existence d'une balance normalement favorable à la Grèce, n'auraient jamais pu atteindre les chiffres que nous connaissons avec le système seul de Conant, puisque l'exubérance de la circulation qui en aurait résulté, n'eût pas tardé à renverser la balance, malgré les besoins monétaires incontestablement accrus du marché grec (1).

Dans ces conditions, il est, nous semble-t-il, indiscutable que, même en faisant abstraction de la situation actuelle, exceptionnellement favorable, des réserves de la loi de 1910, le mécanisme du système Γ X M B, conçu et complété comme nous venons de le voir, est normalement capable de résister à un déficit accidentel de la balance économique. On peut donc conclure que lorsque

(1) Cette dernière réserve est indispensable, car il est certain que le grand succès de la loi de 1910, au point de vue que nous examinons, est attribuable aussi en grande partie à la pénurie monétaire existant à la veille de son introduction, ainsi qu'à l'accroissement continu des besoins monétaires, à cause de l'extension ininterrompue depuis 1910, de la richesse nationale, de l'activité économique, enfin de l'étendue du territoire.

ce dernier cas se présente, il ne peut y avoir lieu de craindre que les réserves de change ne suffisent pas pour combler le déficit et permettre ainsi la continuation régulière du fonctionnement du système.

Mais si le déficit économique se prolonge et prend un caractère permanent par suite d'un bouleversement profond dans la production du pays et l'économie nationale en général, les réserves de change suffiront-elles pour permettre au système de continuer à fonctionner, jusqu'à ce que le resserrement de la circulation et le mouvement de redressement de la balance des comptes qui en résulte, produisent leurs effets ?

Ce n'est point sûr, surtout si on met de côté l'importance actuelle du stock de change du système, ce qui constitue une situation exceptionnelle qui peut ne pas toujours exister, et si on présuppose une modification de la législation monétaire de la Grèce, dans le sens que nous avons indiqué, c'est-à-dire de façon à la rendre encore plus élastique. Et il est naturel que devant une situation comme celle que nous supposons, dont la gravité, ainsi que l'efficacité des remèdes capables de la combattre, dépendent de tant de facteurs compliqués (1), on ne puisse prédire avec certitude que le système grec pourra toujours en sortir vainqueur (2).

(1) Tels que l'étendue des besoins irréductibles du marché en moyens de circulation, le degré de vitalité et d'énergie du pays pour conjurer une crise économique, etc...

(2) On pourrait croire que nous avons oublié un autre facteur, capable de venir en aide au système : En présence d'une balance des comptes constamment défavorable, et jusqu'à ce que les autres éléments de redressement interviennent, l'Etat possède toujours un autre moyen pour remédier à la situation. Il n'a

Alors, tant qu'on n'est pas certain de la force de résistance d'un système contre toutes les éventualités qui peuvent se présenter, peut-on conseiller son maintien sous la forme sous laquelle il fonctionne, sans indiquer au moins un remède préventif capable de lui donner la force de résistance nécessaire ?

Hâtons-nous de préciser qu'une situation telle qu'elle est définie ci-dessus est, en somme, un phénomène exceptionnel et très rare, aussi bien pour la Grèce que

qu'à contracter un emprunt extérieur, qui viendra renforcer, par le mécanisme que nous avons indiqué dans la partie précédente, (Voir pages...) les dépôts de change de la loi Γ X M B.

C'est ainsi, d'ailleurs, c'est-à-dire par des emprunts d'Etat, ou des avances aux particuliers, qu'arrivent habituellement à équilibrer leur balance tous les Etats neufs, dont les importations l'emportent sur les exportations, et qui n'ont pas d'autres créances sur l'étranger pour rétablir cette balance.

Nous devons opposer que, indépendamment du fait que la situation des Finances publiques peut ne pas justifier un pareil emprunt, l'exportation et le placement de titres à l'étranger n'est pas toujours facile, surtout à un moment où la situation économique du pays n'est pas encourageante. Puis, il ne faut pas oublier que la réalisation d'un emprunt extérieur par l'intermédiaire du système de la loi Γ X M B, se traduit par un accroissement de la circulation pour une somme égale à son montant. Or, cette abondance monétaire au lieu d'encourager, comme en temps normal, la production nationale et l'activité économique en général, ne contribuera, dans les circonstances économiques difficiles qui sont à la base de notre exposé, qu'à retarder l'action du resserrement monétaire sur la balance des comptes, action qui forme le seul argument en faveur du système grec.

Un tel emprunt extérieur ne pourrait être utile que si le système parvenait à survivre au long déséquilibre de la balance des comptes, car alors, dans des circonstances économiques dorénavant normales, il serait capable de renforcer ses réserves de change anémiées.

pour n'importe quel autre pays (1). Mais nous avons préféré nous montrer plutôt pessimiste dans nos raisonnements, afin de nous trouver plus à l'aise pour soutenir, malgré tout, dans le paragraphe suivant, le maintien par la Grèce du système de la loi Γ X M B, légèrement modifié, ce qui sera notre réponse à la question que nous nous sommes posée dans le présent chapitre.

§ 5. — *Le système Γ X M B présente dans la réglementation des changes, des qualités largement équivalentes et une résistance supérieure à celles d'un régime à base métallique.*

Ce dont il s'agit ici, ce n'est pas de démontrer que tel ou tel système de circulation est parfait, ou que telle ou telle politique de change constitue l'idéal, chose qui n'existe d'ailleurs pas, mais d'essayer de découvrir entre un système de remboursabilité en or des billets et celui de la loi Γ X M B, quel est le système qui présente le moins d'inconvénients en général, et dans les conditions économiques de la Grèce en particulier, par conséquent celui pour lequel cette dernière doit opter.

Une fois la question ainsi posée, il nous semble que c'est encore le système de la loi Γ X M B qui reste préférable, surtout s'il subit une modification lui donnant une certaine élasticité dans la fixation du cours officiel

(1) Si les conséquences d'une guerre comme celle que nous venons de supporter, ne venaient pas nous mettre sous les yeux tant d'exemples frappants d'un énorme déficit de la balance des comptes et d'un terrible désarroi économique, nous aurions pu, peut-être, ne pas insister comme nous l'avons fait dans ces dernières pages, sur ce désavantage du système grec.

du change. Pour prouver le bien-fondé d'une pareille opinion, il nous faut reprendre les différentes situations possibles de la balance des comptes et essayer de voir quel est le système qui se comporte et résiste le mieux en présence de chacune d'elles (1) :

1° Il est maintenant établi que le système de la loi Γ X M B, arrive à empêcher complètement et pour ainsi dire d'une façon idéale, tout déséquilibre momentané et toujours possible de la balance des comptes. Effectivement, il ne peut plus subsister de doute (2) que, dans des circonstances normales, c'est-à-dire en présence de créances et de dettes avec l'étranger, se contrebalançant à peu près par elles-mêmes, ce système arrive à équilibrer constamment et complètement la balance des comptes, toujours sujette à des perturbations plus ou moins sensibles, dans des conditions beaucoup plus satisfaisantes que celles d'un système à cours légal, puisqu'il obtient ce résultat sans la moindre oscillation

(1) En dehors du facteur de la balance des comptes, il y a certainement le facteur valeur et le facteur confiance. Mais relativement au premier, il a été prouvé que la fixité de la drachme dans des circonstances plus ou moins normales, est aussi bien assurée qu'avec un régime à base métallique, et que, en cas d'événements absolument exceptionnels, le régime du cours légal sera le premier à succomber (voir pages 188 et suivantes). Quant au facteur confiance, l'existence de cette dernière est, par là même, suffisamment démontrée ; et les explications de la section suivante sur l'utilité de l'or effectif comme couverture, compléteront cette démonstration. Aussi n'avons-nous à nous préoccuper ici que du facteur de la balance économique.

(2) Après les explications données, tant dans l'analyse du système Γ X M B (voir t. I, pages 107 et suivantes), que dans le paragraphe précédent (voir pages 219-220).

des cours du change, sans élévation du taux de l'escompte et sans envoi d'or effectif (1).

2° Il apparaît également établi que le système Γ X M B parvient encore à combler un déficit plus accentué de cette balance, pourvu que ce dernier ne soit pas la conséquence d'une diminution prolongée de la production et de l'activité nationales, par suite de causes profondes et difficilement réparables. Puisque, même en supposant qu'en raison du perfectionnement de l'élément d'élasticité de la circulation grecque, le rapport du montant de cette dernière avec la situation de la balance des comptes ne pourra pas jouer, les réserves de change de la loi Γ X M B seront suffisantes, d'après ce qui a été dit, pour combler le déficit, sans que la moindre perturbation puisse faire sentir l'existence de ce dernier sur le marché.

Ici encore, la supériorité du système Γ X M B sur le régime du cours légal est manifeste, puisque ce dernier ne pourrait arriver au même résultat, qu'après une certaine hausse des changes étrangers, une élévation du taux de l'escompte et, peut-être aussi, des expéditions d'or effectif.

Afin de bien saisir cette différence, et surtout d'apprécier la supériorité du système Γ X M B, dans la situation où nous nous plaçons et dans le cadre économique de la Grèce, supposons cette dernière se trouvant sous le cours légal. L'excédent de la balance des comptes des années précédentes qui lui sert avec le système Γ X M B

(1) Cet avantage de fixité continuelle du change se présente également dans le cas d'une balance nettement favorable. Mais c'est là une éventualité dont nous n'avons pas à nous préoccuper ici.

pour couvrir son déficit actuel, ne resterait-il pas, de toute façon, un élément qui servirait à rétablir l'équilibre ? Certainement oui, seulement :

a) Cet excédent, sous un régime de cours légal, ne serait pas aussi important, car la tendance vers la baisse des changes étrangers qui serait le résultat de la situation favorable de la balance des comptes des années précédentes pourrait, dans une certaine mesure, encourager les importations d'articles de consommation et décourager les exportations de produits du pays, phénomène qui ne peut pas se produire avec la fixité constante du change sous le système I X M B.

b) S'il est vrai que, malgré tout, une grande partie de cet excédent aurait été placée en titres étrangers, serait rentrée sous forme d'or effectif, etc... et aurait par conséquent, aussi bien contribué à un accroissement de la richesse nationale, pourrait-elle combler avec la même facilité que sous le régime I X M B, le déficit actuel ? — Non. Car cet or, ces titres, etc., n'étant pas à la disposition d'un organisme central, n'auraient un intérêt à rétablir la balance (l'or par son exportation, les titres étrangers par leur vente, etc...) que s'ils bénéficiaient d'une hausse relative des changes étrangers. Tandis que, dans le système grec, cet or et ces titres étant représentés par des réserves à la disposition du public, au pair, le même résultat est obtenu sans la moindre perturbation des changes (1).

(1) Sans compter l'avantage que si, parmi ces réserves, il y a également de l'or effectif, il sera naturellement le dernier à sortir des frontières, pour équilibrer la balance. Il n'en est pas de même dans les pays à cours légal, du moins en ce qui concerne l'or se trouvant entre les mains des particuliers.

c) On peut remarquer que la baisse de la valuta nationale à l'étranger, combinée avec la hausse du taux de l'escompte dans le pays, provoque aussi et surtout l'ouverture de crédits et, d'une façon générale, l'entrée de capitaux nouveaux qui viennent équilibrer la balance, tandis que, dans le système grec, ce facteur important de redressement manque absolument. Seulement le système Γ X M B est-il incompatible avec l'élévation du taux de l'escompte, de la part de la Banque Nationale ? — Pas du tout. Si cette banque n'a presque jamais eu recours à ce procédé, c'est que les conditions du marché monétaire grec, placé au deuxième plan et éloigné des centres monétaires mondiaux sont, du moins, étaient telles, qu'une élévation du taux de l'escompte n'aurait pas produit des effets appréciables. C'est là une des raisons qui ont amené la Grèce à adopter le système Γ X M B (1), et qui constitue actuellement un argument de plus en faveur du maintien en Grèce de son régime monétaire actuel. Et nous ne parlons pas de la faculté qu'a toujours l'Etat, dans une situation de déficit de la balance économique comme celui que nous examinons ici, de recourir à un emprunt extérieur, lequel aura, par suite de l'entrée d'argent nouveau qu'il va entraîner, les mêmes résultats que la hausse des cours du change et du taux de l'escompte, dans les pays à cours légal ; cela sans que ces dernières mesures viennent apporter une perturbation et une pression quelconques sur le marché (2).

(1) Voir t. I, pages 131 et suivantes.

(2) Le cas n'est pas le même que celui que nous avons envisagé à la page 228 note 2, puisque nous supposons ici que le dé-

Après ces diverses considérations, il nous semble que nous sommes bien placés pour affirmer que nous ne voyons pas pourquoi, dans les circonstances ordinaires de la vie économique des Nations, ou tout au moins de la Grèce, un système à cours légal serait préférable à celui fonctionnant déjà dans ce dernier pays.

3° Passons maintenant au cas d'un déficit important et prolongé de la balance économique, résultat d'un bouleversement profond des relations économiques du pays avec l'étranger, par suite d'un ralentissement de sa production et du mouvement de ses affaires, et d'un développement inévitable de ses besoins de consommation. On a pu voir que, dans ce dernier cas, le système Γ X M B n'arrive à rétablir la balance des comptes que très lentement et après avoir déterminé une crise économique et monétaire aiguë et que, si les réserves de change accumulées en vertu de ce système, grâce à une balance pendant longtemps favorable, ne sont pas suffisamment importantes, il peut aussi finir par succomber au déficit persistant de la balance des comptes et à la situation économique difficile du pays (1).

Si, dans ces conditions, le fonctionnement du système de la loi Γ X M B peut courir le danger de s'arrêter avec l'épuisement de son stock de change, le régime du cours

ficit n'est pas la conséquence d'une situation économique précaire, et n'est pas d'une envergure telle qu'il faille envisager, pour son redressement, l'action du resserrement de la circulation.

(1) Bien entendu, pour que l'éventualité dont on parle puisse se présenter, il faut, nous le répétons, le concours de circonstances très exceptionnelles, comme celles que nous venons de traverser, pouvant entraîner un déficit énorme et prolongé de la balance économique.

légal ne se trouvera-t-il pas dans la même situation et ne sera-t-il pas amené, tôt ou tard, à se transformer en cours forcé? Les enseignements si récents de la dernière guerre, sont trop significatifs à ce sujet :

Tandis qu'on a pu voir pendant cette guerre la plupart des pays à cours légal suspendre la remboursabilité en or des billets ou, tout au moins, interdire l'exportation libre de l'or, ce qui revient au même, tandis qu'on les a vus, devant l'inefficacité de l'élévation du taux de l'escompte, recourir à des procédés compliqués et souvent onéreux, pour fournir des éléments nouveaux et pour ainsi dire artificiels à l'actif de leur balance défavorable (1), qu'a-t-on pu voir en Grèce? — Non l'abandon de son système monétaire d'avant-guerre, pour introduire le cours forcé pur et simple et pour recourir à des procédés de redressement des changes improvisés, mais, tout au contraire, la continuation du fonctionnement du système Γ X M B (2), qui a maintenu, sans

(1) Tels que la concentration de l'or et surtout celle des titres étrangers, possédés par le public, procédé qui comporta les graves inconvénients d'une intervention gênante dans les affaires privées et d'une perte sensible pour le Trésor dans l'achat de ses titres, sans compter la circonstance qu'une grande partie des titres étrangers entre les mains du public ne représentait point des titres de change.

Avec le système grec, cet or, au contraire, se trouvait déjà concentré dans une caisse centrale, et ces titres, produit d'une balance des comptes antérieurement favorable, étaient représentés par des réserves de change à la disposition du Gouvernement et presque toujours utilisables (puisque le Gouvernement pouvait, ou plutôt, devait transporter ses réserves à temps dans les pays sûrs et créiteurs de la Grèce).

(2) Il paraît étrange que M. Withers ait pu écrire, dans son article de l'*Economist* du 26 mai 1917, que : « ... Un étalon d'échange d'or fonctionne tout-à-fait bien en temps normal pour

aucune difficulté, le change au pair, au moyen des réserves de change à la disposition de la Banque Natio-

un Etat relativement petit, qui se contente de dépendre d'une réserve dans un marché étranger pour régler ses changes. Mais son risque de succomber dans des circonstances critiques est bien démontré par le fait que le système de Valaoritis est actuellement, par suite de la guerre, du blocus et de l'embargo, nécessairement suspendu. — Notre système consistant à envoyer de l'or et des sécurités sur les centres dans lesquels nous avons des paiements à faire, apparaît comme ayant fait naître un effort beaucoup plus sérieux et beaucoup plus heureux que celui de la Grèce. Il a financé nos besoins, ceux de nos Alliés, jusqu'à concurrence de centaines de millions, il n'a pas succombé et ne succombera pas si nos finances sont bien maniées et si nos gouvernants pratiquent l'économie dans les dépenses publiques et nous l'imposent dans les dépenses privées... »

Sans vouloir discuter la première assertion qui ressort de cette citation de M. Withers, d'après laquelle un pays de l'importance de l'Angleterre ne saurait facilement se contenter d'un régime de Gold-Exchange Standard, on ne peut vraiment ne pas s'étonner des réflexions qui suivent pour soutenir cette première affirmation, d'ailleurs exacte pour d'autres raisons, comme nous le verrons.

Où donc M. Withers peut-il voir l'arrêt du fonctionnement du système grec, tandis que celui de l'Angleterre continuerait à fonctionner comme auparavant ? Si ce n'est que dans le fait du blocus que l'ancienne Grèce subissait au moment où il écrivait, l'argument n'est pas grave car, n'importe quel autre pays, même à cours légal, aurait vu entravé, dans les mêmes circonstances, le fonctionnement de son système. Et ce n'est certainement pas le procédé des envois de groupes ou de titres à l'étranger qui aurait pu surmonter les difficultés de l'embargo et passer outre à la surveillance exercée.

D'ailleurs, malgré le blocus et la perturbation économique qui en est résultée, on ne peut pas dire que le système T X M B ait cessé de fonctionner ; la preuve en est que la drachme ne s'est pas éloignée, à cette époque, un seul instant du pair. Et puisqu'on parle du change, comment M. Withers peut-il prétendre que le régime monétaire à base métallique de l'Angleterre con-

nale, c'est-à-dire du pays, et cela, même depuis l'apparition d'un déficit énorme dans la balance des comptes de la Grèce (1).

Un argument d'importance qui milite en faveur de notre thèse, c'est que la supériorité d'un système analogue à celui de la loi *Γ X M B*, dans des circonstances exceptionnelles, a été implicitement reconnu dans le monde (2), puisqu'on a été souvent amené, pour remédier aux difficultés résultant de la guerre actuelle, à adopter des systèmes de change se rapprochant plus ou moins du système grec (3).

tinuait à fonctionner dans son intégralité, tandis que le système grec avait fait faillite, du moment que la drachme faisait prime sur la livre sterling? Tout au contraire, la baisse de cette dernière monnaie par rapport au pair, constitue une preuve indiscutable de l'arrêt effectif du système de la remboursabilité immédiate des billets en or et des envois libres de ce métal à l'étranger.

Dans ces conditions, il ne peut que paraître un peu piquant de voir l'éminent directeur de l'*Economist* avancer que le fonctionnement normal du Gold Standard ne s'est point arrêté en Angleterre et que le système anglais a été pendant la guerre, d'une utilité supérieure à celui de la Grèce.

(1) Nous avons pu voir que si le change a fléchi dernièrement, cela aurait pu très bien être évité, dès l'instant que le système et le pays, en général, possèdent encore des réserves de change si importantes à l'étranger.

(2) Sans aucune entente préalable ou étude du système grec.

(3) Comme en Norvège, Argentine, Russie du Nord, etc... Nous en parlerons dans le troisième chapitre. Cette reconnaissance tacite de l'utilité pendant la guerre d'un système basé sur les principes de la loi *Γ X M B*, est d'autant plus significative que l'application tardive du régime grec, dont on parle dans le texte, et qui a partout réussi, ne possédait point la force et la garantie de succès acquises en Grèce par une application antérieure dans des conditions normales et heureuses.

Admettons cependant, que ce succès du système de la loi de 1910, provienne des circonstances économiques exceptionnelles, dans lesquelles s'est trouvée la Grèce pendant la durée de cette guerre, et du fait de sa neutralité pendant les premières années du conflit mondial. Et supposons que l'important déficit de la balance des comptes, depuis le milieu de 1918, se soit manifesté, persistant et toujours croissant depuis le début de la guerre, comme pour certains autres Etats. Dans ce cas, le système de la loi l'X M B aurait-il pu résister jusqu'au bout ? — Nous ne le croyons pas. Mais un régime à cours légal aurait certainement succombé beaucoup plus vite, et aurait été remplacé par un système à cours forcé pur et simple.

On dira encore, et c'est la dernière objection qu'on peut présenter : — Dans une situation de la balance des comptes, telle que nous la supposons, le régime du cours forcé n'est-il pas encore préférable au système de la loi l'X M B ? La hausse, même très accentuée, des changes ne présente-t-elle pas moins d'inconvénients qu'un resserrement de la circulation et des crédits, d'ailleurs impossible et désastreux en pareille circonstance ? Et cette hausse des changes n'est-elle pas capable de ramener l'équilibre de la balance économique beaucoup plus vite que la baisse des prix et le besoin des crédits, phénomènes ayant des conséquences beaucoup plus graves que la hausse des changes et qui seraient d'ailleurs retardés par la contractation d'emprunts extérieurs, indispensables au Gouvernement ? Et le remède ne serait-il pas pire que le mal qu'il a la prétention de guérir ?

— Il nous semble que si : La hausse des changes, dans

le cas d'un déficit persistant de la balance des comptes, est encore, par suite de son action réparatrice sur elle-même, le moyen le plus efficace, le plus rapide et le plus anodin pour rétablir l'équilibre économique d'un pays.

Pourtant, ce n'est pas une raison pour conclure que le cour forcé ou même le cours légal, sont préférables au système de la loi Γ X M B. En présence de tous les autres avantages que ce dernier possède sur n'importe quel autre système monétaire, et qui nous semblent maintenant bien établis, nous croyons qu'au lieu de penser à l'abolition d'un pareil système, il est préférable de décider son maintien, tout en essayant de le modifier de façon à lui enlever le seul défaut qu'on peut lui reprocher.

Pour cela, on n'aurait qu'à modifier l'article 8 de la loi de 1910, de sorte qu'il soit possible au Gouvernement de fixer, dans des circonstances absolument exceptionnelles, un taux d'achat et de vente de change en vertu du système Γ X M B, supérieur au pair, quitte à revenir à ce dernier dès que la hausse des changes aurait produit ses effets sur la balance des comptes (1). Dans le chapitre suivant nous indiquerons les modalités de réalisation du projet d'amendement de la loi Γ X M B, que nous venons de suggérer.

La simple indication d'une telle réforme, suffit pour

(1) Nous avons déjà laissé entrevoir notre opinion à ce sujet en analysant le système Γ X M B (Voir t. I, page 112 note 2). Nous l'avons aussi soutenue dans la partie précédente, en émettant l'avis, à propos de la situation actuelle des changes, que même en admettant la nécessité d'une hausse des changes étrangers, cette hausse n'aurait jamais dû être laissée à l'initiative du marché et, par conséquent, aux manœuvres de la spéculation, mais devrait être fixée par voie officielle et avec une certaine mesure.

nous permettre de conclure qu'avec l'article 8 ainsi modifié, la Grèce posséderait un système qui, en ce qui touche la réglementation des paiements internationaux : *a*) serait en temps plus ou moins normal, supérieur au régime du cours légal, à plusieurs titres suffisamment indiqués, et parmi lesquels il faut signaler celui consistant en ce que, dans le cas de balance favorable, la baisse des changes étrangers ne viendrait pas compromettre l'excédent (1) : *b*) serait encore préférable au cours forcé, même dans des moments réellement exceptionnels (lesquels auraient rendu inévitable la disparition du cours légal), puisque, bien qu'il aurait comporté une certaine hausse des changes, cette dernière serait beaucoup moindre et n'entraînerait point des fluctuations continuelles des cours, étant donné que ce système aurait toujours une réserve de change pour satisfaire toutes les demandes, en empêchant l'intervention néfaste de la spéculation.

De la comparaison d'un régime à cours légal avec celui du système Γ X M B, à laquelle nous nous sommes appliqué jusqu'ici, il résulte, à notre sens, que tant au regard de la circulation qu'à celui du change, le système grec, modifié sur certains points, ne peut rien avoir à envier à un système basé sur la remboursabilité en or des billets, et présente, tout au contraire, sur ce dernier, des supériorités indiscutables. Mais avant de conclure au maintien du système Γ X M B, il nous faut encore l'examiner sous un troisième point de vue, qui peut sembler, de prime abord, présenter une faiblesse manifeste.

(1) Voir pages 225-226.

SECTION III

Comparaison du système Γ X M B avec le régime du cours légal, au point de vue de la nature de leur couverture et de leurs moyens de règlement internationaux respectifs.

§ 1. — L'élimination de l'intervention de l'or dans le système grec.

Il ne nous reste plus, pour nous former une opinion définitive sur le système de la loi Γ X M B, et pour pouvoir proposer, sans hésitation, son maintien comme régulateur de la circulation fiduciaire et du change grecs, qu'à étudier ce système sous un dernier aspect, que nous n'avons fait qu'indiquer dans les sections précédentes. Cette étude s'impose d'autant plus que c'est ce côté du système de la loi de 1910 qui constitue son originalité, et qu'elle a trait à un sujet qui a été l'objet de polémiques spéciales pendant ces dernières années.

Nous voulons parler de la particularité d'après laquelle les réserves de change accumulées à l'étranger, en vertu de la loi Γ X M B, au lieu de consister en des réservoirs d'or effectif, sont représentées par des dépôts à vue ordinaires auprès de banques étrangères, ou par toutes sortes de disponibilités (portefeuille commercial, rentes disponibles, etc...) de tout premier ordre, et portant intérêt.

Bien que cette manière de procéder ne ressorte qu'implicitement du texte de l'article 8 § a) de la loi du 19 mars 1910, et doive être attribuée plutôt à la façon dont la Banque Nationale a interprété et appliqué la

loi (1), on peut dire qu'elle constitue aujourd'hui une partie intégrante du système grec, et contribue, par là même, à le différencier des divers systèmes monétaires introduits dans ces derniers temps dans plusieurs autres pays, et basés sur le Gold-Exchange Standard. Aussi, on peut dire que le système grec constitue le dernier mot de l'évolution qui consiste à se passer de plus en plus de l'or, non seulement pour la circulation intérieure, mais aussi pour le règlement des transactions internationales.

En effet, tandis que dans un régime monétaire à étalon d'or, ce dernier constitue, soit en circulant entre les mains du public, soit en étant enfermé dans les caisses de la Banque la base de tout le système et l'instrument par excellence de tous les paiements, tant à l'intérieur qu'à l'étranger; tandis que dans un système à cours forcé pur et simple, ou bien à étalon d'échange d'or, ce métal déposé, soit dans les caisses de la Banque (2),

(1) En ce sens que les dispositions relatives de l'article 8 font rentrer comme éléments de l'actif du compte de la loi R X M B aussi bien l'or effectif que les réserves de change à l'étranger, et ne précisent point la forme sous laquelle ces dernières doivent être conservées. Mais dans la pratique, l'existence d'or effectif dans les caisses de la Banque comme couverture de la circulation R X M B, est passée, par la force des choses, au deuxième plan, et a même été supprimée complètement depuis 1914, en raison des événements internationaux. D'autre part, la couverture en réserves de change à l'étranger, constate jusqu'au moment du remboursement des devises achetées, en effets de commerce, et après ce remboursement, généralement en simples dépôts à vue auprès de telle ou telle banque étrangère.

(2) Surtout dans les pays à cours forcé, et sous réserve du cas où tout cet or aurait déjà pris le chemin de l'étranger.

soit à l'étranger (1), continue à jouer, en principe, un rôle prépondérant dans les paiements internationaux ; par contre, dans le système grec, l'or ne joue absolument aucun rôle, ou presque, puisque la réserve qui sert, tant de couverture aux billets que de moyen de règlement des transactions internationales, est constituée, dans sa presque totalité, de toutes sortes de richesses immédiatement réalisables.

Que faut-il penser d'un pareil système ? — Avant de répondre, il faut essayer de préciser la conception qui est à sa base :

Aujourd'hui, quel que soit le système monétaire de telle ou telle Nation, l'or est la seule monnaie qui soit acceptée internationalement. Grâce à cette qualité que les hommes ont attribuée à l'or, tous les Etats s'efforcent d'attirer à eux cette précieuse marchandise, dont une partie est souvent employée comme intermédiaire des échanges, alors qu'une autre partie reste complètement inemployée dans les caisses des banques. De toute façon, cette marchandise, qui est une richesse comme une autre, reste généralement improductive pour ceux qui la possèdent et se trouve soustraite à toute utilisation compatible avec les besoins de luxe qu'elle est de nature à satisfaire.

Dans ces conditions, il y a un intérêt manifeste : 1° à substituer à l'or une monnaie de papier pour les échanges intérieurs, étant entendu qu'une monnaie peut conserver toute son acceptabilité et sa valeur, in-

(1) Principalement chez les pays à Gold-Exchange Standard, quoique certains d'entre eux aient déjà adopté le principe d'une réserve de change à l'étranger, consistant en toutes sortes de disponibilités.

dépendamment de sa valeur intrinsèque, pourvu qu'elle soit en rapport avec les besoins monétaires du marché; 2° à convertir tout l'or circulant jusqu'ici dans le public ou renfermé dans les caves de la banque d'émission, en toutes sortes de disponibilités constituées en différentes monnaies et productives d'intérêts, lesquelles déposées dans les principaux centres étrangers, seront destinées à balancer les échanges internationaux, tout en maintenant intacte la valeur de la monnaie de papier nationale qui sera couverte dans sa totalité par ses disponibilités, et tout en écartant une perturbation quelconque des changes et, par là, de la vie économique du pays (1).

Néanmoins, l'intervention de l'or est-elle vraiment éliminée dans un pareil système, et les disponibilités à l'étranger ne doivent-elles pas, afin de pouvoir servir au règlement des échanges internationaux, être converties (dans les pays à cours légal) en or effectif, lequel sera remis au créancier étranger (2)?

— Cela est exact. Il ne faut pas en déduire, cependant, une imperfection du système de la loi de 1910, il faut y voir tout simplement, l'effet de cette circonstance que ce système ne peut fonctionner actuellement que d'une façon unilatérale, puisque les autres

(1) C'est dans ces idées que consistent les traits fondamentaux de la conception de M. Larkworthy, qui sont résumés au Rapport Annuel de la Banque Ioniennne pour 1917.

(2) C'est une autre affaire si ce créancier préfère des billets de banque, ou se contente d'un chèque, ou bien laisse son argent en dépôt à la banque sur laquelle la lettre de change est tirée, ou enfin, fait virer cette somme au crédit de son compte chez une autre banque.

pays avec lesquels la Grèce est en relations économiques, continuent à se trouver sous le régime du Gold Standard (1).

Aussi, pour bien apprécier le système grec relativement à la façon dont la couverture de ses billets et ses réserves de change sont constituées, il faut l'envisager tour à tour au point de vue national et au point de vue international.

Ce dernier aspect qui embrasse toute la question complexe du « détronement de l'or », ne sera abordé que dans le dernier chapitre. Ici, nous nous bornons à étudier si la Grèce, en présence de la fonction actuelle du métal jaune comme seule monnaie internationale, et de l'étalon d'or comme régime monétaire par excellence des grands centres monétaires mondiaux, peut se trouver en mauvaise posture parce que nantie d'un système dont les réserves ne consistent point, en principe, en ce métal.

(1) Il est évident que la Grèce et ses lois ne peuvent rien changer au fait que l'or est la monnaie internationale par excellence. Et tant que l'or est considéré comme telle, la Grèce doit toujours se préoccuper de la possibilité de la conversion de ses dépôts en ce métal. On n'a naturellement pas manqué d'imaginer des systèmes monétaires internationaux, qui auraient pu se passer de l'or, comme instrument des paiements extérieurs. On a même préconisé l'adoption universelle du système grec. Mais il ne s'agit là que de simples projets sur lesquels nous reviendrons, d'ailleurs, dans le troisième chapitre.

§ 2. — *L'utilité des réserves consistant en disponibilités, d'ailleurs productives d'intérêt, est semblable à celle des réserves métalliques, et les dangers que ces deux sortes de réserves peuvent présenter sont analogues.*

Nous avons toujours convenu (1) que, en ce qui concerne particulièrement la Grèce, et tant que son système n'est pas adopté par les autres pays, la particularité que ces réserves de change se trouvent déposées sous forme de toutes sortes de disponibilités à l'étranger, comporte plusieurs inconvénients.

Il reste à examiner si ces inconvénients sont tels qu'ils entraînent l'infériorité du système grec, par rapport au régime du cours légal :

Les réserves de change de la loi Γ X M B ne peuvent consister, d'après les termes de cette loi et selon l'interprétation que nous lui avons donnée (2), qu'en monnaies représentant de l'or et convertibles immédiatement en ce métal. Par conséquent, tout danger pouvant résulter d'une baisse du change sur les pays où les disponibilités visées sont déposées, ou d'une impossibilité de conversion de ces disponibilités en or effectif, est, en temps normal, complètement écarté. Dans ces conditions, quelle peut être la différence existant entre la valeur des disponibilités de la loi Γ X M B, et celle d'une réserve métallique déposée à l'étranger, ou même enfermée dans les caisses de la banque d'émission ?

Il se peut très bien, malgré tout, qu'un ou plusieurs

(1) Principalement en analysant le système Γ X M B. Voir t. I, pages 172-178.

(2) Voir t. I, pages 116 et suivantes.

des Etats chez lesquels se trouvent déposées les réserves de change grecques, proclament le cours forcé, ou présentent tout simplement des difficultés à livrer leur or. C'est ainsi que la dernière guerre a amené beaucoup d'Etats, parmi les plus puissants du monde, à recourir à l'un ou l'autre de ces procédés.

Mais dans le premier cas, concernant la possibilité de proclamation du cours forcé, la Banque Nationale doit, si elle veut observer strictement la loi, convertir immédiatement ses disponibilités dans le pays dont il s'agit, en une autre monnaie représentant le pair (1). Naturellement, ce mouvement de fonds peut entraîner, en raison de la baisse du change de ce pays, en Grèce et sur les autres places en général, une perte nette pour la banque. Or, cette perte qui, en temps normal, constitue un danger très lointain (2), et qui peut souvent

(1) Bien qu'il puisse y avoir des cas, exceptionnels d'ailleurs, capables d'obliger la Banque Nationale, à garder quand même une partie de ses disponibilités dans le pays à change déprécié. C'est le cas des dépôts de la Banque Nationale en France, que cet établissement a dû laisser en majeure partie, malgré la guerre, dans ce pays, par suite des relations économiques étroites existant entre lui et la Grèce. Le résultat de cette attitude peut être (ce qui n'est pas sûr d'ailleurs), une perte importante pour la Banque Nationale, voire pour le pays. Mais le procédé que nous indiquons dans le texte peut toujours contrebalancer cet inconvénient. Voir t. I, pages 248 et suivantes.

(2) Le passage d'un Etat important (tels sont ceux chez lesquels sont déposées les disponibilités de la loi Γ X M B) du cours légal au cours forcé, est, en réalité, un phénomène extrêmement rare en temps ordinaire. Une pareille éventualité ne peut être envisagée qu'en se plaçant dans le cas d'une guerre comme la dernière. Or, nous avons pu voir qu'en pareille circonstance, le fonctionnement normal, même du régime du cours légal des autres pays, est affecté.

être complètement évitée (1), est très largement compensée par les profits que le système de la loi Γ X M B assure à la Grèce, grâce à l'intérêt qu'elle touche de ses disponibilités à l'étranger. Et cet avantage primordial du système grec, qui est absolument inexistant dans le régime du Gold Standard, doit être toujours présent à l'esprit quand il s'agit de comparer ces deux systèmes.

Quant au deuxième cas, comprenant les difficultés que les différents Etats pourraient faire pour livrer leur or (2), quelle importance peut-il avoir pour la Grèce? — Pour le remboursement de ses billets à l'intérieur, elle n'a pas besoin de ce métal, et nous n'avons pas à revenir sur les qualités de la loi Γ X M B sous ce rapport. Pour le règlement des dettes du pays envers l'étranger, ses réserves de change lui suffisent pleinement (3).

(1) La situation économique d'un pays renseigne ordinairement à temps sur la probabilité de l'introduction chez lui du cours forcé, et la baisse de son change ne suit pas toujours immédiatement cette introduction.

(2) Nous avons en vue l'attitude de la Banque d'Angleterre en ce moment. D'ailleurs, comme nous le verrons, l'attitude de beaucoup d'autres banques d'émission n'est pas différente, même en temps ordinaire.

(3) Il est vrai que lorsque ces réserves de change consistent en titres de rentes ou autres valeurs sûres, toujours immédiatement réalisables à la Bourse, on peut encore avancer que cette vente ne peut parfois s'effectuer sans une certaine perte ou difficulté. Et c'est ce que veut probablement dire M. Withers, en écrivant dans son article de l'*Economist* du 18 mai 1918, p. 770, que : « ... Il se présente quelquefois des cas où les sécurités sont difficiles à vendre et les réserves sont difficiles à être converties en marchandises... »

Mais cette éventualité, d'après l'aveu de M. Withers lui-même, se produit très rarement pour des valeurs de tout premier ordre

Malgré tous ces arguments, qui nous semblent convainquants, nous voyons l'objection qu'on pourrait formuler à l'encontre de la thèse que nous soutenons. On nous dirait que, malgré tout, un Etat est beaucoup plus indépendant et beaucoup plus sûr de pouvoir se suffire, sans la moindre difficulté, pour les paiements qu'il aura à faire à l'étranger, pour équilibrer sa balance des comptes, s'il a en sa possession de l'or effectif reposant dans ses caisses.

Pourquoi donc cela ? Pour le temps de paix, il nous semble suffisamment démontré qu'il n'y a pas de différence entre une réserve d'or en la possession du pays et une réserve de change déposée à l'étranger. Nous pouvons même ajouter que, dans les pays à cours légal et en temps normal, c'est beaucoup plus l'élévation du taux de l'escompte, c'est-à-dire l'entrée de capitaux de l'étranger (1), que les expéditions d'or effectif qui contribue au rétablissement de la balance des comptes. Il est certain que même dans des circonstances normales et par suite de l'importance exagérée qu'on attache à la puissance de la réserve métallique (2), les différentes

et qui équivalent à de l'or. Puis la constitution de réserves en sécurités de ce genre, n'est pas le cas habituel du système R X M B. Enfin, il ne faut pas négliger l'exemple de la Banque d'Angleterre (département des émissions), que le danger dont on parle n'empêche pas de couvrir, pour une faible partie c'est entendu, ses émissions avec des simples sécurités.

(1) Lesque's remplissent, en somme, la même fonction que les dépôts de change de la loi R X M B, puisqu'ils consistent en ouvertures de crédits sur lesquels des traites sont tirées.

(2) D'autant plus que cette réserve couvre en même temps, d'après leur législation et dans des proportions étroitement fixées par cette dernière, leur circulation fiduciaire.

banques d'émission, malgré leurs obligations découlant du cours légal, mettent d'habitude une certaine réserve et font assez de difficultés pour se dessaisir de leur or et pour affaiblir, si peu que ce soit, leur encaisse d'or (1).

On avancera néanmoins que, si les différents Etats attachent une si grande importance à leur stock d'or, ce n'est pas tant en vue des services qu'il peut leur rendre en temps de paix, que dans le but d'être complètement indépendants en temps de guerre, quant à leurs moyens de paiement. Et qu'il ne peut pas y avoir de doute possible qu'en temps de guerre, l'or est, pour les différents Etats, un précieux moyen d'indépendance économique et, par là, d'indépendance politique. Par conséquent, même en admettant qu'en temps normal des dépôts de change à l'étranger puissent remplacer sans inconvénient une réserve métallique, en cas de guerre, au contraire, le système de la loi T X M B se trouverait dans une infériorité manifeste vis-à-vis d'un régime assurant à l'Etat une forte réserve d'or effectif dans ses caisses (2). Voilà nettement posée la question à laquelle il nous faut maintenant répondre :

(1) Voir t. I, pages 129 et suivantes.

(2) C'est bien là le point de vue de M. Withers, lequel, après avoir avoué dans l'article cité ci-dessus, la supériorité du système grec, principalement en ce que ses réserves sont productives d'intérêts, ajoute : « ... Il y a des avantages manifestes à posséder des sécurités à la place de l'or, mais il serait évidemment fâcheux s'il nous arrivait d'aller en guerre sans être en possession de la moindre partie de nos réserves. Aussi longtemps que la guerre est possible, il apparaît qu'il y a des avantages à garder nos réserves dans nos propres mains... » D'ailleurs, n'oublions pas que M. Withers se place toujours au point de vue de

Avant de le faire, il est indispensable de rappeler en quelques mots quels sont les inconvénients que le système grec peut présenter au moment d'une guerre (1) : Dans le cas où le pays possède des réserves de change déposées avant la guerre chez l'Etat adverse, ces réserves seront naturellement mises sous séquestre par celui-ci. Et alors, ou bien (si l'Etat déposant est vaincu) elles seront définitivement perdues pour lui, ou bien (si l'Etat déposant est vainqueur) elles resteront toujours, pendant toute la durée de la guerre, sans utilité pour les paiements qu'il aurait à faire dans les autres pays.

Nous avons toujours reconnu que ces remarques sont justes.

Mais d'abord, il ne faut pas oublier que par suite même de l'économie de la loi Γ X M B qui répartit ses disponibilités sur les principales places étrangères, les dépôts de change qui auraient pu se trouver chez l'ennemi ne constitueraient qu'une petite partie de l'ensemble des réserves de change du pays.

Puis l'Etat, qui peut d'habitude prévoir assez à temps la tournure que peut prendre un conflit politique, possède toujours la faculté de s'arranger de façon à retirer ses disponibilités (2) du pays avec lequel il se pourrait

l'Angleterre, dont les conditions et la prépondérance économiques militent particulièrement en faveur du maintien d'une forte réserve d'or.

(1) Voir t. I, pages 172 et suivantes.

(2) On ne peut pas arguer que la Grèce n'a pas retiré d'Allemagne la totalité de ses disponibilités, avant de lui déclarer la guerre. Les circonstances exceptionnelles dans lesquelles cet événement a eu lieu (situation politique incertaine, transfert impossible dans les pays de l'Entente, etc...), suffisent à expliquer cette omission de la part de la Banque Nationale.

qu'il se trouve en guerre (1). D'ailleurs, même si l'Etat n'arrive pas à retirer à temps ses disponibilités de chez l'ennemi, faut-il en déduire qu'elles encoureront un danger plus grand qu'une réserve métallique gardée précieusement dans les coffres de la banque d'émission ? Le sort définitif d'une réserve, qu'elle consiste en or ou en dépôts, ne dépend-il pas toujours de l'issue qu'aura la guerre ? Si l'ennemi est vainqueur, n'imposera-t-il pas une indemnité en or à son adversaire, au moins égale à sa réserve ; et s'il est vaincu ne sera-t-il pas obligé de restituer au vainqueur les disponibilités qu'il a séquestrées, accompagnées de sa propre réserve métallique ? Nous ne voyons vraiment pas en quoi l'Allemagne est plus avancée aujourd'hui d'avoir possédé une forte réserve métallique.

On ne peut pas nier qu'il reste toujours la différence que, pendant la durée du conflit, l'Etat peut continuer à se servir de son encaisse métallique, tandis qu'il peut arriver qu'il ne soit pas à même de disposer d'une partie de ses disponibilités.

Mais peut-on sérieusement avancer qu'un Etat acceptant les conceptions métallistes, se décidera à se dessaisir de la totalité de son encaisse métallique, en vue d'effec-

(1) Les particuliers ne faisaient pas autre chose jusqu'ici, quand ils retiraient, lors des crises politiques, les crédits qu'ils avaient ouverts au pays susceptible de devenir ennemi. Pour n'en donner qu'un exemple, pendant la crise d'Agadir de 1911, les banques françaises ont cessé de renouveler les pensions considérables que les banques allemandes avaient chez elles, et se sont empressées de vendre toutes leurs lettres de change sur Berlin, d'où nécessité pour cette dernière place d'expédier tous les fonds qu'elle devait à Paris. Ceci amena une hausse de 0,43 centimes du change de Berlin sur Paris.

tuer ses paiements à l'étranger ? Et, d'autre part, est-il vraiment certain qu'une réserve métallique soit tellement précieuse et utile pour la réglementation des changes, et exempte de tout danger en cas de guerre ? Qu'a pu nous enseigner l'expérience de la dernière guerre ?

1° Que les dangers de transport de l'or d'un pays à l'autre étaient tels, que l'encaisse métallique de différents Etats est restée souvent inutilisée et incapable d'assurer le règlement des dettes internationales (1).

2° Que de fortes réserves métalliques, comme celles de la Banque de France, ont été d'une utilité secondaire et d'une puissance manifestement insuffisante pour équilibrer la balance des comptes des pays qui les possédaient (2) ; et leur présence n'a pas empêché les

(1) Les exemples ne manquent pas. Nous en trouverons plus loin au sujet de l'Egypte, de l'Argentine, de la Norvège, etc...

(2) Cela est aussi une preuve que la couverture métallique ne joue qu'un rôle absolument secondaire sur la confiance et, par conséquent sur la valeur de telle ou telle monnaie.

M. J. Décamps, directeur des Etudes économiques de la Banque de France, dans une communication du plus haut intérêt qu'il a faite à la séance de la Société d'Economie Politique du 6 avril 1920, sur le Crédit International et la crise du change, et dans la discussion qui a suivi, a formellement admis : 1° non seulement le peu d'importance des services que son encaisse métallique a rendus à la Banque de France au point de vue des règlements internationaux ; 2° mais aussi la faiblesse de l'influence que cette encaisse peut avoir pour les personnes avisées sur la confiance dans le billet de la Banque. Et s'il a conclu à la nécessité pour la Banque de France de conserver cette encaisse métallique intacte, c'est qu'il a la conviction que pour le grand public, pour les paysans, l'existence de ce métal dans les caves de la Banque exerce encore un prestige qui, s'il est exagéré, est quant à lui, indiscutable.

changes de ces derniers de baisser d'une façon plus ou moins accentuée (1).

(1) Qu'auraient pu faire les 5 milliards 1/2 de l'encaisse métallique de la Banque de France, même si cette dernière s'était décidée à s'en dessaisir, en présence de l'énorme déficit de la balance des comptes de la France? D'ailleurs, la Banque de France n'a laissé qu'une partie minime de son encaisse exercer, par son exportation, l'influence qu'elle aurait pu avoir dans le redressement des changes. Effectivement, en 1915, les sorties d'or de la Banque de France n'ont pas dépassé 160 millions. A partir de 1916, elle substitua aux ventes, les prêts d'or à l'Angleterre; aussi, depuis lors, l'encaisse de la Banque est divisée en deux parties : celle en France et celle à l'étranger.

On nous dira que, tout au contraire, c'est grâce à leur stock d'or que la France et l'Angleterre n'ont subi qu'une baisse très relative de leur change pendant les premières années de guerre, en comparaison de celle des changes allemand et autrichien. Il nous semble qu'une pareille appréciation ne serait pas juste. Ce qui a permis le maintien relatif des changes alliés, ce sont les accords interalliés et les autres mesures de réglementation du change, que les pays de l'Entente ont pu prendre pendant la guerre et que nous n'avons pas à analyser ici. Le facteur psychologique a joué aussi un certain rôle, mais cela indépendamment de l'encaisse métallique que tel ou tel pays pouvait posséder (Voir t. I, page 77 note 2). Par contre, les mesures de réglementation du change, adoptées par les Etats ennemis, ne pouvaient forcément prendre la même extension et avoir, par conséquent, la même efficacité. A l'appui de nos allégations, rappelons que, dès que l'ouverture de crédits à la France a cessé en Angleterre et en Amérique, le change français a immédiatement baissé, bien que la Banque de France ait conservé son encaisse métallique intacte.

Voici encore, à l'appui de notre thèse, quelques exemples parmi tant d'autres : a) Le change du Brésil est actuellement excellent, tandis que l'encaisse métallique de sa banque d'émission ne dépasse pas 3 0/0 ; b) L'encaisse métallique de la Banque Nationale de Belgique (5 0/0 de la circulation) est sensiblement plus faible que celle de la Banque de France (15 0/0 des billets émis). Malgré tout, au moment où nous écrivons le change belge assure une prime appréciable sur le franc français.

3° Que la sécurité d'une réserve métallique enfermée dans les caves de la banque d'émission, n'est pas, en temps de guerre, tellement absolue qu'on veut le prétendre. Le sort des réserves russe et roumaine, constitue des exemples significatifs (1).

Toutes ces difficultés, toutes ces pertes se seraient-elles présentées si les différents pays avaient adopté avant la guerre le système grec ? Et depuis que cette guerre les a fait toucher du doigt, les divers moyens employés pour y remédier, ne rentrent-ils pas tous dans les principes qui sont à la base du système F X M B ? — C'est ce que nous allons voir dans le paragraphe suivant.

§ 3. — *La leçon de la guerre et les conclusions auxquelles on peut aboutir.*

La véritable démonstration de la guerre peut se résumer ainsi :

1° Beaucoup d'Etats ont été amenés, sous la pression des événements, et devant l'évidence de la supériorité du système grec, non seulement à laisser leur or à l'étranger, mais aussi à le convertir en toutes sortes de disponibilités, représentées à l'intérieur de ces Etats par des billets de banque. Dans le troisième chapitre, on trouvera quelques exemples qui confirmeront ce que

(1) Heureusement, une grande partie des réserves en or de la Banque de Russie à Pétrograd, qui s'élevait à plus de trois milliards, a pu être transportée à temps en lieu sûr. Mais celles de Moscou et des autres provinces, sont tombées aux mains des bolcheviks, comme la réserve métallique de la Banque Nationale de Roumanie, s'élevant à 500 millions, est tombée aux mains des Allemands.

nous venons de dire (1). Bornons-nous à signaler que même les Grandes Puissances ont été portées à reconnaître la valeur d'un système basé sur les principes de la loi grecque de 1910, aussi bien en l'utilisant pour les dépenses de leur armée d'Orient (2), qu'en l'introduisant point par point dans la Russie du Nord occupée par les Alliés.

Tous ces faits démontrent une évolution incontestable et particulièrement significative vers le système grec, évolution qui a été accélérée, en raison précisément des avantages que ce système présente en cas de guerre.

2° — La plupart des Puissances, y compris l'Angleterre, après avoir retiré tout leur or de la circulation et l'avoir concentré dans une caisse centrale, ont cessé non seulement de rembourser leurs billets au moyen de ce métal, mais aussi de délivrer cet or aux particuliers dans le but spécial de leur permettre d'effectuer les paiements qu'ils auraient pu avoir à faire à l'étranger (3). Seulement, pour arriver à équilibrer autant que

(1) La Norvège, les pays de l'Amérique du Sud, etc...

(2) Voir t. I, pages 302 et suivantes.

(3) En effet, les Gouvernements et les différentes banques d'émission ont vite compris que les méthodes ordinaires employées pour enrayer la baisse du change, étaient inefficaces. Aussi, d'une part, les exportations d'or ont-elles été absolument interdites aux particuliers et, d'autre part, la politique de l'élévation du taux de l'escompte a-t-elle été sensiblement modifiée. Par exemple, la Banque d'Angleterre, au lieu d'accroître la valeur de la monnaie sur le marché intérieur, en élevant le taux de l'escompte, adopta le principe de fixer un taux spécial pour l'argent étranger, et de distinguer ainsi les prêteurs intérieurs des prêteurs étrangers. Ne pourrait-on y voir un pas vers la séparation entre les échanges intérieurs et extérieurs, telle qu'elle est pratiquée depuis longtemps en Grèce ?

possible, leur balance des comptes, les différents Etats ont commencé, après avoir pris en main le contrôle du marché des changes, à livrer contre des billets, aux particuliers débiteurs de l'étranger, des lettres de change tirées sur des disponibilités qu'ils ont pu se procurer au dehors, soit au moyen de crédits ouverts à l'extérieur en leur nom, soit par la mobilisation et la vente hors du pays, des titres étrangers en leur possession.

Ces combinaisons, d'ailleurs ingénieuses, nous paraissent particulièrement éloquentes. Elles démontrent d'un côté, une démonétisation de fait de l'or et d'un autre côté que de fortes disponibilités à l'étranger, qu'elles soient ou non convertibles en or et constituées, d'une façon ou d'une autre, sont le principal, sinon le seul moyen, précisément dans des circonstances difficiles, d'arriver au règlement des dettes d'un pays envers l'étranger. Elles démontrent également que l'argument suivant lequel l'importance d'un stock d'or puissant apparaît en temps de guerre, tombe de lui-même, puisque le rôle du métal jaune pendant le dernier conflit, pour le règlement des échanges extérieurs, a été absolument insignifiant (1).

(1) Il y aurait lieu de remarquer que si ce rôle a été tellement insignifiant, c'est que les différents Etats ont considéré que l'or avait encore un autre rôle à remplir, celui de la couverture de la circulation de papier.

Il est évident, néanmoins, que même si la totalité des encaisses métalliques des grands pays belligérants était expédiée à l'étranger, elle serait loin de suffire à équilibrer leur balance des comptes. D'un autre côté, nous croyons avoir suffisamment expliqué quelle est l'importance secondaire qu'il faut attacher à la couverture métallique, comme moyen de maintenir la confiance dans la monnaie de papier en circulation. Voir t. I, pages 76 et suivantes.

Il en résulte que, s'il est établi que l'adoption du système de la loi I X M B ne présente aucun inconvénient en temps de paix, il est maintenant démontré qu'il est d'une utilité précieuse en temps de guerre, puisque les différents belligérants ont été conduits à adopter largement les principes qui en sont le fondement. Alors, au lieu d'aspirer à avoir en temps de paix un régime monétaire à base métallique, précisément pour être mieux placé en temps de guerre, n'est-il pas préférable de conserver ou d'adopter un système tel que celui de la loi de 1910, qui a le précieux avantage de posséder un mécanisme de réglementation et de change complètement au point pour le cas d'une guerre, et de constituer et de mettre à la disposition du Gouvernement, une réserve de change beaucoup plus importante qu'une réserve métallique et infiniment plus utile dans des circonstances comme celles que nous venons de traverser.

3° Enfin, certains pays ont subi des pertes importantes et parfois désastreuses, ayant vu maintes fois leurs réserves d'or coulées au fond de la mer ou détruites d'une façon ou d'une autre, ou encore saisies par l'ennemi. Si ces Etats avaient adopté avant la guerre un système basé sur les principes de la loi grecque, si au lieu de se satisfaire d'une réserve d'or effectif chez eux, ils avaient déposé leurs réserves sous forme de dépôts à vue ou d'autres disponibilités à l'étranger, auraient-ils couru ces dangers et subi ces pertes ? Si un danger quelconque du fait de l'ennemi ou du bolchevisme, pouvait menacer leurs réserves sur telle et telle place, ils n'auraient qu'à les transporter ailleurs par un simple jeu d'écritures, sans la moindre difficulté matérielle, et sans que personne s'en aperçoive. Et si l'ennemi venait à envahir le terri-

toire, ce n'est pas la destruction ou l'utilisation de la monnaie de papier qu'il y pourrait trouver, qui entraînerait une perte pour l'Etat, les numéros des billets en circulation étant enregistrés et la richesse qu'ils représentent se trouvant intacte et en sécurité à l'étranger (1).

Voilà donc le principal argument en faveur d'une forte réserve métallique, argument visant l'état de guerre et basé sur la force et l'indépendance que seule une pareille réserve pourrait assurer à un Etat en cette circonstance, sensiblement ébranlé par une expérience récente et très caractéristique. Celle-ci enseigne, à notre avis, que si le système I X M B peut présenter certains dangers pour le cas d'une guerre, un régime basé sur une réserve métallique n'en comporte pas moins.

Dans ces conditions, si on veut établir le bilan du pour et du contre de chacun des deux systèmes dont on a entrepris la comparaison, par rapport à la nature de leur couverture et de leurs moyens de règlement des échanges internationaux, on peut dire que : contre une sécurité à peine plus grande et à peine discutable d'un système à base métallique, contre un avantage d'indépendance économique spécial à ce régime, qui est plutôt le fait d'un égoïsme national que d'une réalité pratique, le système I X M B possède comme contre-partie une supériorité de premier ordre et indéniable, consistant en ce que ces réserves, au lieu de rester improductives, apportent à la Nation qui les possède un intérêt appré-

(1) Nous ne voyons pas les raisons de détenir une réserve d'or, que les porteurs des billets de banque ne peuvent ordinairement pas toucher en temps de guerre, mais dont la populace ou les ennemis peuvent très bien s'emparer.

cialable, qui peut constituer chaque année un bénéfice très important (1). Ce bénéfice régulier n'est-il pas capable de contrebalancer et de couvrir largement une perte éventuelle que le fonctionnement du système peut entraîner, dans des circonstances, d'ailleurs, vraiment exceptionnelles ? Nous en sommes persuadés.

Donc, tout compte fait, que reste-t-il, comme avantage positif, à posséder une réserve d'or effectif ? — Nous n'en voyons aucun.

Malgré tout, admettons qu'en présence de la circonstance que les principes du système I X M B ne sont pas universellement adoptés et que l'or constitue toujours la base du régime des principaux centres monétaires mondiaux, le fait pour un pays de détenir ce métal dans ses propres caisses constitue toujours, en raison de sa valeur intrinsèque et de son acceptabilité générale, un élément de sécurité supplémentaire. N'y aurait-il pas moyen d'accorder une certaine part à ce genre de couverture dans le système I X M B, tout en conservant les autres nombreux avantages qu'il possède sur un système uniquement à base métallique (2) ?

On pourrait, en effet, apporter une modification dans

(1) Voir t. I, page 189 note 3.

(2) C'était déjà là l'intention du législateur de 1910, et c'est d'ailleurs dans ces conditions que le système I X M B a fonctionné jusqu'à 1914, puisqu'une certaine partie de son actif consistait en or effectif. Si depuis cette date, cet or ne figure plus à l'actif du compte de la loi I X M B, en présence de la politique de conservation de l'or universellement adoptée, il n'en est pas moins conservé dans les caisses de la Banque Nationale et prêt à remplir sa fonction.

Ce fut cette même manière de voir qui a poussé le législateur de 1913 à obliger la Banque Nationale à conserver dans ses

ce sens aux dispositions de l'article 8, modification qui, tout en conservant intact le mécanisme ingénieux de circulation et de change de cet article, rapprocherait et adapterait plus étroitement l'ensemble du système au régime monétaire mondial, basé sur le métal, et formant le cadre dans lequel le système grec est obligé de fonctionner, tandis qu'elle garantirait le système contre le danger des pertes lointaines qu'il pourrait encourir. Voici comment :

Il pourrait être établi que la circulation pour le compte de la loi Γ X M B devrait avoir, en dehors de sa couverture intégrale en disponibilités de toutes sortes à l'étranger, constituée automatiquement par le jeu du système, une couverture supplémentaire, dans une proportion à déterminer, en or effectif, déposée dans les caisses de la Banque et constituée par cette dernière au moyen des profits qu'elle s'assure par le fonctionnement du système, et d'autres facilités qu'il y aurait lieu de lui accorder par une transformation radicale de l'ensemble de ses statuts. C'est dans le chapitre suivant qu'on s'occupera des modalités d'un pareil amendement. La simple indication de cette idée ici, suffit pour convaincre que sa réalisation écarterait les dernières objections qui pourraient être formulées contre la conception du maintien en Grèce du système de la loi Γ X M B, et relatives à la sécurité de sa couverture et à la force de ses moyens de règlement des échanges avec l'étranger.

caisses sous forme d'or, la dixième partie, au minimum, de la couverture de la circulation Γ X M B. Cette disposition, par la force des choses, n'a jamais été appliquée. Le Décret Royal nécessaire pour sa mise en application, paraîtra probablement un jour, quand les conditions monétaires internationales le permettront. Voir t. I, page 174 note 4.

CHAPITRE DEUXIÈME

LES AMENDEMENTS

A APPORTER AU SYSTÈME Γ X M B ET AUX AUTRES RÈGLES D'ÉMISSION, PROPRES A PERFECTIONNER ET A UNIFIER L'ENSEMBLE DE LA LÉGISLATION MONÉTAIRE DE LA GRÈCE.

SECTION I

Les modifications relatives aux lois et conventions qui régissent actuellement la circulation fiduciaire et le change.

§ 1. — *L'opportunité du maintien du système Γ X M B étant établie, il importe de poursuivre son perfectionnement.*

De la comparaison que nous avons entreprise dans le chapitre précédent, entre le système Γ X M B et le régime du cours légal, et que nous avons essayé d'établir en nous plaçant toujours au point de vue de la Grèce et en prenant soin de ne jamais nous départir de l'impartialité indispensable, se dégage la conclusion suivante :

Les deux régimes possèdent, en principe, des qualités équivalentes et si, sous certains aspects, le système basé sur la remboursabilité en or des billets peut paraître présenter certains avantages de sécurité et de réglementation automatique de la circulation et du change

moins compliquée, le système Γ X M B possède aussi certains caractères, quant à l'importance et la productivité de la couverture, quant à la fixité absolue du change, etc... qui le rendent sensiblement supérieur au premier régime, et particulièrement précieux pour un pays dans les conditions économiques et monétaires de la Grèce.

Ceci posé et même en supposant que les deux régimes s'équivalent, il apparaît préférable pour la Grèce de conserver un système fonctionnant déjà chez elle depuis longtemps et éprouvé dans les moments les plus difficiles peut-être qu'elle ait jamais à passer, plutôt que de poursuivre par de longs efforts et moyennant des frais élevés, l'introduction d'un régime inutilement luxueux et particulièrement dangereux pour un pays encore insuffisamment fort économiquement (1).

Or, à cette conclusion qui s'impose après les longues explications qui précèdent, vient s'ajouter une considération qui ne peut manquer d'être décisive :

Si le régime de la remboursabilité en or des billets présente certaines infériorités comparé au système Γ X M B, elles ne peuvent point être éliminées, ou presque, puisqu'elles sont inhérentes au régime du cours légal, lequel étant essentiellement un régime basé sur les lois économiques naturelles et réduisant au strict minimum l'intervention du législateur pour sa réglementation, ne pourrait être modifié sans perdre son

(1) La portée de ces arguments devient décisive quand on pense aux circonstances actuelles de conservation générale de l'or, de perturbations des balances des comptes, de règne du papier-monnaie, de fluctuations des changes, circonstances qui ne sont pas à la veille de disparaître.

caractère propre, jusqu'à être, dorénavant, un mécanisme radicalement nouveau.

Par contre, les inconvénients que le système Γ X M B, tel qu'il a été introduit en Grèce, peut présenter, par rapport à un régime à base métallique, se prêtent naturellement à un arrangement nouveau, du moment que l'ensemble du système grec est fondé sur le principe d'une réglementation législative élaborée toujours d'après les axiomes scientifiques impérissables et d'après les phénomènes économiques inéluctables, et sur le principe d'une surveillance gouvernementale juge de la situation économique et monétaire du pays comme de celle du dehors. Aussi, toutes les fois qu'on a pu constater, dans le courant du précédent chapitre, une faiblesse ou un danger réels bien qu'éloignés, dans le mécanisme de la loi de 1910 combiné avec le reste du régime monétaire de la Grèce, on a toujours été à même de suggérer un amendement capable d'éloigner l'inconvénient constaté, tout en cadrant parfaitement avec les principes sur lesquels l'ensemble de la législation actuelle de la Grèce est basée, et tout en conservant au système Γ X M B ses avantages indiscutables.

Il en résulte que la nécessité du maintien du système Γ X M B étant établie (1), la Grèce n'en doit pas moins

(1) Il est très significatif de constater que sur ce point sont d'accord même les adversaires les plus résolus d'une plus large application du système grec, puisque M. Withers a pu écrire, dans son article de l'*Economist* du 26 mai 1917 (p. 973), que : « ... Nous n'essayons point à apposer un stigmate au système de Valaoritis, qui est excellent pour la Grèce, mais nous avons simplement hasardé de critiquer les propositions de M. Larkworthy, visant son application en Angleterre et le reste du monde... ».

entreprendre, autant que les circonstances le permettent, une refonte radicale de l'ensemble de sa législation monétaire, guidée par les leçons d'une expérience décennale et particulièrement instructive (vu les circonstances dans lesquelles elle a été acquise), et par les conclusions auxquelles aboutit une étude approfondie de son système actuel de circulation et de change. Une réforme telle que nous la concevons, tandis qu'elle aurait l'avantage de perfectionner le mécanisme introduit par l'article 8, tant en ce qui concerne les modalités de sa constitution que les procédés de son fonctionnement, serait aussi de nature à adapter aux principes et aux nécessités pratiques résultant de la marche régulière de ce mécanisme et des intérêts bien entendus de la Nation, le reste des lois et conventions qui régissent actuellement la circulation fiduciaire et affectent le change grec, de façon à donner à la totalité de la législation monétaire de la Grèce un ensemble et une homogénéité parfaite.

Les premières modifications qu'il y aurait lieu de proposer pour atteindre ce double but, sont celles qui se dégagent de l'étude entreprise dans le chapitre précédent. Dans chacune des trois sections de ce chapitre, nous avons été amené à reconnaître la nécessité d'un amendement particulier, de sorte qu'il y a lieu d'étudier ici la possibilité et les lignes principales de trois modifications différentes, visant :

a) La transformation des règles d'émission existantes en dehors de la loi de 1910, de façon à assurer une élasticité complète à l'ensemble de la circulation fiduciaire.

b) L'établissement d'une certaine marge dans la fixation du change, de manière à pouvoir élever, dans des

circonstances extraordinaires et avec les garanties voulues, les cours du change sur l'étranger.

c) La constitution d'une réserve métallique comme couverture supplémentaire de la circulation de la loi Γ X M B, déjà entièrement couverte par des disponibilités à l'étranger.

Sur les buts poursuivis et les effets heureux que pourraient avoir ces trois amendements, tant au point de vue de la sécurité et de l'élasticité de la circulation fiduciaire, qu'à celui de la réglementation du change d'une façon plus en rapport avec la situation économique, nous nous sommes suffisamment expliqué dans le chapitre précédent (1). Il ne reste plus qu'à chercher la possibilité et les modalités de leur réalisation.

§ 2. — *Indications des principales modifications à apporter à la législation monétaire de la Grèce.*

En ce qui touche aux deux dernières modifications indiquées ci-dessus, nos explications seront brèves, étant donné qu'elles se rapportent directement au système Γ X M B, c'est-à-dire à un organisme déjà connu, il sera facile de se convaincre que leur adjonction à cet organisme est très possible et capable d'y apporter un perfectionnement réel, sans affecter toutefois, le fonds du mécanisme tel qu'il a fonctionné depuis 1910.

I. — Pour l'amendement relatif à la faculté d'élever exceptionnellement le change, il y aurait lieu d'introduire une disposition nouvelle à l'article 8, de façon à ce que le Gouvernement ait le droit, après avis d'une

(1) Voir page 200, pour le premier amendement, pages 240-241 pour le deuxième et pages 261-262 pour le troisième.

Commission compétente (1), et dans le cas d'un déficit persistant de la balance des comptes (2), d'autoriser par voie de décret la Banque Nationale à élever le prix d'achat et de vente du change en vertu de la loi de 1910 au-dessus du pair, jusqu'à la limite maxima prévue par le décret en question. Dès que les circonstances le permettraient, ce décret serait immédiatement abrogé et le fonctionnement du système rentrerait dans son état normal (3).

Inutile d'insister sur le caractère exceptionnel de la situation qui pourrait rendre nécessaire l'émission d'un pareil décret (4), sur l'avantage du maintien de la fixité absolue du change en toute autre circonstance et sur-

(1) Constituée dans ce but et comprenant des personnalités présentant toutes les garanties voulues de compétence et de désintéressement. La composition de cette Commission pourrait être analogue, par exemple, à celle de la Commission prévue par la circulaire du Ministre des Finances du 23 janvier 1920, dont on a déjà parlé. Voir page 160.

(2) Ce qui serait facile à contrôler d'après la diminution significative des dépôts à l'étranger de la loi Γ X M B.

(3) Il y a des différences fondamentales et faciles à établir entre le procédé que nous préconisons ici et les mesures prises en Grèce dans ces derniers temps, cela non seulement parce que l'état des choses n'était pas, du moins dès le milieu de 1919, assez grave pour les justifier, mais aussi en raison de la maladresse dans les dispositions prises au début de 1920, laissant la fixation de la hausse des changes à l'initiative du marché, c'est-à-dire à la spéculation.

(4) Nous avons déjà vu qu'un déficit temporaire produit dans un cadre économique relativement normal, ne peut pas constituer un danger d'épuisement des réserves de la loi Γ X M B, et ne peut point, par conséquent, justifier une élévation officielle des cours du change. Voir pages 232 et suivantes.

tout en cas d'une balance carrément favorable (1), sur l'adaptation facile de ce procédé *in extremis* à l'ensemble du mécanisme du système Γ X M B (2), et sur les effets salutaires d'une hausse raisonnée et méthodique des changes (3), par rapport à la situation de la balance des comptes.

Quant aux bénéfices qui résulteraient de la vente de change sur l'étranger, à un taux supérieur à son prix d'achat (4), nous verrons ci-dessous quelle pourrait être leur affectation.

(1) Puisque l'excédent de cette balance irait toujours grossir dans sa totalité les réserves de change du système, ne pouvant être affecté par la hausse relative des changes étrangers qui serait la conséquence d'un régime à cours légal. Voir pages 225-226.

(2) La preuve en est dans ce qui se passe actuellement en Grèce où, malgré les mesures exagérément radicales qui ont été prises au sujet du change, et la hausse exagérée de ce dernier, on ne peut pas dire que le système Γ X M B ait cessé de fonctionner, puisque c'est toujours son mécanisme qui règle le montant de la circulation et que ce sont ses réserves qui continuent à combler le déficit de la balance économique.

(3) Laquelle dans le cas d'un cours forcé pur et simple, serait nécessairement et inutilement plus exagérée, et présenterait des fluctuations continuelles, résultats de la nervosité du marché et surtout de la spéculation effrénée. La constatation de ce qui se passe pour le change français est très instructive à ce sujet.

(4) Puisque les ventes de change continueraient, pendant un certain temps, à dépasser les achats et que le change vendu en sus, aurait été cédé à un prix plus élevé que le pair, tandis qu'il aurait été acheté par la Banque au prix du pair.

Nous faisons abstraction de la situation actuelle et de la possibilité d'une baisse plus accentuée de certains changes étrangers, ce qui pourrait renverser la situation et transformer en perte le bénéfice escompté. Cette éventualité constitue, en effet, une question absolument différente et une situation au sujet de laquelle nous allons tâcher d'indiquer la façon d'éviter les inconvénients possibles.

II. — Nous passons ainsi à l'autre amendement indiqué et relatif à l'adjonction au système Γ X M B d'une réserve métallique supplémentaire.

Nous savons déjà que le but de cette couverture additionnelle serait de constituer un fonds de réserve spécial destiné à garantir le système Γ X M B contre les pertes très lointaines que la nature de ses réserves principales peut entraîner lors d'une baisse de la valeur d'une des monnaies dans lesquelles elles sont constituées (1), ou d'une séquestration de ces réserves de la part de l'Etat dans lequel elles se trouvent (2). Ainsi tout danger de voir une partie des billets circulant pour le compte de ce système, privée d'une couverture intégrale correspondante, serait complètement évité (3).

Ce fonds de réserve (qui aurait pu, en principe, consister en toutes sortes de sécurités), devrait être constitué en or effectif en caisse, puisqu'il s'agit précisément de doter le système Γ X M B d'une garantie pour le cas exceptionnel où les disponibilités normales de son actif perdraient une partie de leur valeur ou deviendraient difficilement réalisables. Une précaution de cette nature ne changerait point le caractère particulier du système

(1) Comme, par exemple, si l'un des Etats dans lesquels sont déposées les disponibilités de change de cette loi, venait à proclamer le cours forcé et provoquer ainsi une baisse de son change sur les marchés étrangers. Cette idée, après l'étude des événements provoqués par la guerre, nous est maintenant familière.

(2) Si la guerre est déclarée entre cet Etat et la Grèce.

(3) L'improbabilité d'un pareil danger est maintenant évidente, tant à cause de la rareté des événements qui peuvent l'entraîner, qu'en raison de la possibilité de retirer à temps les réserves de change de la place qui ne présenterait pas une sécurité suffisante.

grec qui consisterait toujours en une circulation fiduciaire non remboursable en or et intégralement couverte par du change à l'étranger. Elle se contenterait, dans un esprit purement pratique et en tenant compte des réalités présentes, de fortifier le système par un stock d'or, ce métal continuant à constituer, à tort ou à raison, la seule monnaie proprement dite ayant cours international (1). De la sorte, le système l'XMB ne serait plus en rien inférieur au régime à base métallique qui prévaut encore dans le monde, tout en conservant les avantages manifestes que lui assure sa circulation fiduciaire couverte par toute richesse disponible et irremboursable en métal (2).

D'ailleurs, en raison précisément de ce but spécial de la réserve métallique, qui ne serait en somme qu'un élément de renfort exceptionnel de la principale couverture, toujours équivalente à la circulation et consistant en disponibilités à l'étranger (3), sa proportion avec le

(1) Cet amendement viserait tout simplement à rapprocher ce système du régime des principaux centres monétaires mondiaux, aussi longtemps que la plus grande partie du monde continuerait à s'inspirer, au sujet des questions de circulation et de change, des principes du Gold Standard. Il éloignerait ainsi du système grec les inconvénients que son isolement, par rapport au régime monétaire des principaux pays avec lesquels la Grèce se trouve en relations économiques, pourrait lui attirer.

(2) Couverture intégrale de la circulation, placement productif de cette couverture, remboursabilité immédiate en traites au pair absolu de tous les billets émis, fixité complète du change, élasticité de la circulation, etc...

(3) La réserve métallique que nous préconisons jouerait, en quelque sorte, le rôle d'une armée de réserve, prête à combler les vides que l'armée active pourrait subir dans le cas improbable d'une guerre.

montant de la circulation F X M B (1), pourrait et devrait être sensiblement inférieure à celle généralement adoptée dans les pays à cours légal. Par exemple, on édicterait que la Banque Nationale serait obligée de conserver du métal en caisse pour la dixième partie des billets émis par elle, pour le compte de la loi de 1910.

Cette réserve supplémentaire, malgré son peu d'importance, serait-elle facile à constituer ? — Si on écarte les circonstances extraordinaires actuelles, lesquelles tant qu'elles durent, ne permettent même pas de songer à un amendement comme celui que nous proposons (2), on verra que la constitution graduelle (3) de cette réserve ne peut pas présenter de graves difficultés (4). Les éléments dont la Banque Nationale disposerait dans ce but seraient les suivants : a) une grande proportion des profits normaux qu'elle retire du fonctionnement même du sys-

(1) Quant à la circulation pour le compte de la Banque Nationale et la proportion de sa couverture métallique, nous nous expliquerons plus loin.

(2) La politique de conservation de l'or, appliquée encore presque partout, suffit à établir combien est impossible pour le moment, la réalisation d'une telle réforme, sans parler du bouleversement des balances économiques et des changes et plus particulièrement de ceux de la Grèce, dont la balance est actuellement en déficit et le change en baisse.

(3) Car il ne pourrait évidemment pas être question de la formation d'un seul coup, d'un stock d'or de plusieurs dizaines de millions.

(4) Si on se place devant une situation normale et si on suppose la circulation pour le compte de la loi F X M B, revenue à un montant en rapport avec les besoins monétaires du marché et par là, non supérieur par exemple, à 400 millions, on voit qu'avec la proportion suggérée de 1/10, la couverture métallique de cette circulation ne dépassera pas 40 millions.

tème Γ X M B (1), y compris la partie revenant actuellement à l'Etat (2) ; b) les bénéfices qui pourraient résulter d'une fixation éventuelle et transitoire du taux d'achat et de vente de change, conformément à ce système, au-dessus du pair (3) ; c) enfin, le surplus de son encaisse

(1) Dès l'instant que la Banque Nationale n'aura plus à supporter directement les pertes éventuelles que l'application de ce système est susceptible d'entraîner, il est naturel qu'on l'oblige à disposer de la plus grande partie des profits qu'elle en retire, sans aucune justification sérieuse, pour la constitution d'un fonds de réserve destiné à couvrir dorénavant les pertes en question et qui restera d'ailleurs en sa possession.

Ce qui lui restera comme bénéfice à sa disposition sera plus que suffisant pour couvrir les frais de fabrication des billets et les autres dépenses résultant de l'administration de la loi de 1910. Il y a, d'ailleurs, lieu de se demander, et c'est ce que nous allons examiner dans la section suivante, si la Banque Nationale devrait continuer à être chargée de la gestion du système Γ X M B.

(2) En vertu de la loi 656 du 20 février 1915 (voir t. I, page 189, note 3). Il serait bien juste que l'Etat contribue, en se privant pendant un certain temps du bénéfice extraordinaire que lui assure le système Γ X M B, au perfectionnement de ce dernier.

(3) Il s'agit des bénéfices dont on vient de parler page 269, note 3.

Ces bénéfices, ainsi que ceux indiqués sous la lettre a), étant représentés par du change à l'étranger (ne correspondant plus à des billets en circulation du compte Γ X M B), pourraient être transformés en or effectif et transportés dans les caisses de la banque, toutes les fois que cette dernière trouverait facilement du métal jaune et serait à même d'effectuer à bon compte toute l'opération.

Mais, puisqu'on se place dans une situation normale, la Banque pourrait aussi trouver de l'or sur le marché d'Athènes. Dans ce cas, au lieu de l'acheter pour le compte de la loi Γ X M B, et en émettant de nouveaux billets comme jusqu'à 1914, elle se le procurerait au moyen du produit des bénéfices dont il est fait

métallique actuelle, qui résulterait de la transformation radicale de ses statuts en vigueur, telle que nous la concevons, c'est-à-dire abaissant la proportion minime de cette encaisse par rapport à la circulation pour le compte de la Banque (1).

III. — Cette indication nous amène à examiner le dernier amendement proposé dans le paragraphe précédent, que nous avons réservé exprès, et relatif à la modification de l'ensemble des règles d'émission en vigueur, en vue d'accroître l'élasticité de la circulation.

Or, avant d'arriver à des conclusions concernant ce dernier amendement, une étude des statuts et du bilan

mention dans le texte, et le passerait au compte de sa réserve métallique supplémentaire.

Cela amène à se demander si la disposition de l'article 8 d'après laquelle la Banque peut émettre des billets pour l'achat d'or effectif, n'aurait pas dû être abrogée, de façon à ce que les réserves normales de la loi Γ X M B soient dorénavant constituées en totalité par des disponibilités à l'étranger. Une pareille mesure serait plus conforme aux principes sur lesquels le système grec est basé et contribuerait à l'uniformité de son ensemble, d'autant plus que la réserve supplémentaire en or serait toujours là pour les cas exceptionnels. Pourtant, en présence des préjugés qui prévalent encore au sujet de l'or, on pourrait, à la rigueur, laisser à ce point de vue, l'article 8 intact, sous cette réserve, cependant, que l'or acheté en Grèce par la Banque Nationale ne pourrait rentrer dans les opérations de la loi Γ X M B, et constituer ainsi une couverture intégrale et directe des billets circulant pour le compte de cette loi, qu'une fois que la Banque aurait constitué sa réserve supplémentaire en or dans la proportion prévue par la loi.

(1) Ce troisième élément de formation de l'encaisse métallique serait d'autant plus intéressant qu'il consiste en disponibilités déjà existantes en or effectif, de sorte qu'il pourrait constituer le fondement de la nouvelle réserve.

actuels de la Banque Nationale (1) est nécessaire, du moins pour tout ce qui a trait directement ou indirectement à la façon dont cette dernière banque use de son privilège d'émission. Ceci, pour la bonne raison que ce sujet n'ayant été examiné jusqu'ici qu'accessoirement dans ce livre, il importe de donner au lecteur, par quelques explications supplémentaires, la faculté d'apprécier les modifications des statuts qui seront proposées.

§ 3. — *Aperçu sur les dispositions des statuts et les chapitres du bilan de la Banque Nationale de Grèce, ayant trait à ses opérations.*

Cette étude sera basée sur les statuts en vigueur actuellement et tels qu'ils sont appliqués depuis l'introduction du cours forcé (2), et sur les chiffres du bilan de la Banque Nationale, du 31 décembre 1918 (3). Elle sera dégagée de tout ce qui touche le fonctionnement de la loi de 1910

(1) La fusion de la Banque Nationale avec la Banque de Crète étant un fait accompli, et le privilège d'émission de la Banque Ionienne expirant dans le courant de 1920, la Banque Nationale peut être déjà considérée comme investie du monopole d'émission. C'est pourquoi ce n'est que de la situation et du privilège de cette dernière banque, que nous aurons à nous préoccuper dans le paragraphe suivant.

(2) Voir t. I, page 32.

(3) La prise en considération des chiffres de plusieurs années et surtout la comparaison des chapitres du bilan de la Banque Nationale entre une année d'avant-guerre et 1918, rendraient certainement cette étude plus complète, mais l'allongeraient aussi démesurément. Le bilan du 31 décembre 1918 était le dernier de fin d'année que nous avons sous les yeux en écrivant ces lignes.

sur laquelle nous n'avons pas à revenir ici, et nous permettra ainsi de combler une lacune qui aurait pu être très sensible quant à la compréhension exacte du régime monétaire grec actuel dans son ensemble.

Commençons par faire ressortir que la Banque Nationale constitue l'un des types les plus complets de l'intervention gouvernementale. D'après les lois et conventions en vigueur, la Banque Nationale a conclu avec l'Etat hellénique :

1° Des emprunts par obligations, en or et en billets de banque. En vertu de cette disposition, qui a toujours été considérée comme un devoir et non comme un droit de la Banque Nationale, cette dernière a participé jusqu'ici, dans une large mesure à l'émission d'emprunts nationaux. Aussi les obligations de ces derniers emprunts figurent-elles à l'actif du bilan du 31 décembre 1918 pour une somme de 149.954.991,90 drachmes (1).

2° Des emprunts conformément aux lois et conventions relatives au cours forcé. La Dette de l'Etat en billets de banque à cours forcé, s'élevait, nous l'avons vu, au 31 décembre 1918, à 52.951.915,42 drachmes (2).

3° Des avances provisoires : a) moyennant escompte

(1) Cette somme est ainsi répartie :

Obligations d'emprunts nationaux en or. .	79.650.977,40 francs
Obligations d'emprunts nationaux en or en vertu de la loi 656 de 1915.	10.000.000,00 »
Obligations d'emprunts nationaux en billets de banque	60.304.014,50 Drachmes
	149.954.991,90 francs

Pour les 10 millions de titres d'Etat, qui se trouvent à l'actif à titre de couverture de la circulation, voir t. I, page 287, note 1.

(2) Voir les lois et conventions relatives au cours forcé, ainsi que l'article 30 de la loi du Contrôle, aux pages 24-27 du t. I.

de Bons du Trésor. Ces Bons ne doivent pas dépasser l'échéance de trois mois et leur montant ne peut jamais être supérieur à 25 millions (1). Des Bons ainsi escomptés, qui sont englobés dans la rubrique : « escompte d'effets de commerce (2) » s'élevaient au 30 décembre 1917, à 9.974.060,60 drachmès. Dans l'analyse du bilan de 1918, on ne trouve pas trace de ces Bons ; il faut donc en déduire que la Banque n'en avait pas dans son portefeuille à la fin de cette année-là (3). *b*) diverses avances provisoires en compte-courant, en vertu de conventions spéciales. Plusieurs conventions de ce genre ont été passées entre l'Etat et la Banque Nationale. Dans le bilan du 31 décembre 1918, les sommes ainsi avancées s'élèvent à 55.000.000 de francs (4).

(1) Cette limitation ne résulte pas de la loi AA' du 3 février 1864, qui autorise la Banque à ce genre d'opérations mais de la loi du Contrôle (article 29), qui a fixé le maximum des Bons pouvant être émis par le Trésor à 10 millions. Cette loi a été modifiée dernièrement par la loi 656 de 1915, qui a élevé le maximum ci-dessus à 25 millions. Pour des détails plus complets, voir t. I, page 331, note 3.

(2) Cette manière de procéder engendre une certaine obscurité dans le bilan, défaut qui aurait dû être évité par la création à l'actif d'une rubrique spéciale : « Escompte de Bons du Trésor ».

(3) D'autant plus que, dans le courant de 1918, ont été créés les « Bons de la Défense Nationale » qui pouvaient subvenir à tout besoin de trésorerie de l'Etat. Il ne faut pas confondre ces derniers avec les Bons du Trésor ordinaires, car ils sont émis dans des conditions différentes et ne constituent pas, à proprement parler, des avances de la Banque à l'Etat. Voir à ce sujet, t. I, pages 331 et suivantes.

(4) Dont voici la répartition :

Avance provisoire de 40 millions	6 %	1915	.	40.000 000	francs
»	»	5	»	6 %	1917
»	»	»	»	6 %	1917
				10.000 000	»
				55 000.000	francs

4° Des emprunts servant à des buts spéciaux (1). La Banque Nationale (2) a consenti au Gouvernement, en vertu de lois spéciales, plusieurs emprunts de cette catégorie (3). Dans le bilan du 31 décembre 1918, les obligations de ces derniers se trouvant entre les mains de la Banque, sont englobées parmi les emprunts à l'Etat compris dans le premier paragraphe de cette énumération et, par conséquent, dans l'analyse de la rubrique : « Obligations d'emprunts nationaux (4) ».

En résumé, à la fin de 1918, l'état était débiteur de la Banque Nationale (5), pour une somme de 257.906.907,32 (6).

(1) Cette dernière catégorie diffère de la première en ce sens qu'ici la Banque prend ferme et pour son compte l'emprunt, quitte à écouler après ses obligations au public.

(2) Soit seule, soit représentant un groupe de banques grecques.

(3) Comme par exemple : l'emprunt agricole pour la Thessalie, 1^{re} et 2^e série.

(4) Plus spécialement dans celle : « Obligations d'emprunts nationaux en billets de banque ». Voir page 276, note 1.

(5) Il ne faut naturellement pas confondre avec cette dette et y ajouter les billets de banque fournis par cet Institut d'émission à l'Etat dans le courant de 1918, en vertu de la loi Γ X M B, et pour la réalisation des avances alliées. Cette opération qui ne constitue point une avance de la Banque à l'Etat représente quand même une nouvelle manifestation de l'intervention gouvernementale (modification de l'article 8), sur laquelle il est inutile d'insister puisqu'elle vise directement le système Γ X M B. Voir t. I, pages 298 et suivantes.

(6) L'intervention gouvernementale peut aussi être retrouvée dans les sommes que la Banque a avancées aux municipalités, communes, ports et autres personnes légales. Le montant de ces sommes dans le bilan du 31 décembre 1918, est de 76.939.087,77 drachmes. On aurait pu y ajouter plusieurs autres

A côté de cette somme importante, voici, d'après le bilan du 31 décembre 1918, quel est le montant du crédit à court terme fourni par la Banque, ce qui constitue son but principal comme banque d'émission et de dépôt :

Escompte d'effets de commerce	16.105.546,33	Drachmes
Avances et comptes-courants sur titres. . . .	22.995.612,60	»
Avances sur marchandises	90.592.223,72	»
Avances à des agriculteurs (1).	19.713.592,22	»
Total.	149.406.974,87	Drachmes

engagements de la Banque pris à la demande du Gouvernement, ou dans l'intérêt public. Il est vrai que les avances ci-dessus peuvent être justifiées par la circonstance que ces engagements rentrent dans les opérations de crédit foncier que la Banque est autorisée d'entreprendre depuis son origine, en vertu de l'article 9 de ses statuts. En effet, comme crédit foncier, la Banque Nationale accorde des prêts simples, amortissables et en compte-courant, sur hypothèques (dans le bilan de 1918, ces prêts et comptes-courants sur hypothèques s'élèvent à 66.563.738.78 drachmes) et elle émet, en contre-partie, des obligations avec ou sans lots. Seulement les obligations de la Banque Nationale placées sur le marché ne dépassaient pas au 31 décembre 1918, 73.947.300 drachmes ; tandis que la totalité des emprunts à long terme consentis par cette Banque s'élevait à cette date à 143.502.826.55 drachmes.

(1) C'est dans l'article 9 des statuts de la Banque Nationale, tel qu'il a été modifié et complété par une longue série de lois et décrets postérieurs, que se trouvent énumérées les différentes catégories d'opérations que la Banque est autorisée à entreprendre.

La loi du 16 décembre 1861, article 5, lui a permis d'accorder des avances à court terme « aux personnes non commerçantes, notamment celles de la classe agricole », par voie d'escompte ou en vertu d'actes notariés. En réalité, il s'agit là d'opérations, non pas de banque d'émission et d'escompte, mais de crédit agricole. Cela montre les caractères multiples de l'activité de la Banque Nationale.

Il faut y ajouter les opérations de crédit mobilier que le Décret Royal du 15 avril 1871 lui a permis d'entreprendre. Conformé-

Ce dernier chiffre, comparativement à celui des avances de toutes sortes consenties à l'Etat, est vraiment peu important. Il apparaît encore moindre si on le compare avec celui des dépôts à vue et autres exigibilités immédiates au passif, lesquels s'élevaient à la même date, à 604.568.663,43 (1).

Comment la Banque arrive-t-elle alors, à assurer éventuellement le remboursement immédiat de cette somme? — C'est qu'elle possède à son actif et pour son propre compte, des disponibilités à l'étranger (2), pour une somme de 410.272.441,12 francs (3), sans compter

ment à ce décret, la Banque Nationale prend part aux entreprises de sociétés ayant en vue le développement des communications de la navigation et du crédit mobilier. Aussi, dans le bilan de 1918, les actions de banques et sociétés figurent à l'actif pour une somme de 12.407.526,95 drachmes.

(1) Cette somme se décompose comme suit, dans le passif du Bilan du 31 décembre 1918 :

Dépôts à vue des particuliers	280.007.019,73	Drachmes
Dépôts à vue de l'Etat	163.263.162,62	»
Dépôts de la Commission financière internationale (compte des versements des revenus affectés)	7.184.798,65	»
Service des Emprunts d'Etat	8.799.718,11	»
Service d'Emprunts divers	691.455,45	»
Intérêts des dépôts permanents et à terme . .	8.211.640,14	»
Service des emprunts à lots de la Banque . .	7.628.361,00	»
Chèques à payer	25.912.193,40	»
Dividendes à payer	4.345.442,50	»
Dépôts de la caisse d'épargne	98 524.871,83	»
	604.568.663,43	»

(2) D'autant plus qu'une certaine partie des exigibilités immédiates du passif sont destinées à être envoyées à l'étranger, par exemple : dépôts de la Commission Financière Internationale, service des emprunts d'Etat, etc...

(3) En réalité, dans le bilan du 31 décembre 1918, les disponibilités pour le compte de la Banque à l'étranger s'élèvent à

ses disponibilités en Grèce, qui s'élèvent à 162.969.589,50 drachmes, encaisse métallique comprise (1). Et si nous considérons cette encaisse comme pouvant servir à la rigueur pour le remboursement des exigibilités immé-

481.008.639,82 francs. Il faut cependant en déduire les sommes qui ont été portées à son crédit par le Gouvernement, comme couverture des billets de une et deux drachmes (20.736.198,70) et des Bons de la Défense Nationale (50.000.000,00) en circulation ; d'autant plus que ces sommes, qui se trouvent aussi portées au passif, n'ont pas été comprises par nous parmi les autres exigibilités immédiates de la Banque.

Quand viendra le moment du remboursement des Bons de la Défense Nationale et des petites coupures, la Banque n'aura qu'à porter les disponibilités qui les couvrent à l'actif du compte de la loi de 1910 pour se procurer ainsi, en vertu de cette loi, les billets de banque dont elle aura besoin pour le dit remboursement. Résultat : diminution à l'actif du compte « disponibilités pour le compte de la Banque » de 70.736.198,70, et augmentation d'une somme égale du compte « Disponibilités pour le compte de la loi de 1910 ». D'autre part, au passif : disparition des rubriques « Couverture des billets de 1 et 2 drachmes » et « Couverture des Bons de la Défense Nationale », s'élevant à 70.736.198,70, et accroissement d'une somme égale des billets en circulation pour le compte de la loi de 1910. Voir aussi t. I, pages 331-332.

(1) Voici l'analyse de cette somme :

Encaisse métallique dans les caisses de la	
Banque	44.307.330,69 Francs
Encaisse métal. en vertu de la loi 656 de 1915	10.000.000,00 »
Billets de banque disponibles jusqu'à concurrence du maximum de circulation	101.460.607,49 Drachmes
Billets de banque de la Banque Ionienne . .	1.303.448,00 »
Petites coupures de 1 et 2 drachmes	261.803,00 »
Coupons et autres valeurs	5.636.400,32 »
162.969.589,50 Drachmes	

Pour la couverture des 10 millions en or, voir t. I, page 287, note 1. Inutile de rappeler que les billets de 1 et 2 drachmes circulent pour le compte de l'Etat. Voir t. I, pages 273-274.

diates de la Banque, c'est qu'il ne faut pas oublier que les billets circulant pour son propre compte sont protégés par le cours forcé et ne s'élevaient, d'ailleurs, effectivement, au 31 décembre 1918, qu'à 44.539.392,51 drachmes (1).

Telle est l'analyse, aussi sommaire que possible, du bilan de la Banque Nationale de Grèce (2). Quelles sont maintenant les conclusions qu'on peut en tirer ? Quelles sont les modifications aux statuts de cette Banque qu'on pourrait suggérer ? Enfin ces modifications doivent-elles aller jusqu'à apporter un changement radical au régime monétaire actuel du pays ? — C'est ce que nous allons examiner.

§ 4. — *La limitation de l'intervention gouvernementale et la modification nécessaire des règles d'émission et des règles d'opérations de banque de la Banque Nationale.*

Avant que l'Etat entreprenne toute modification rela-

(1) Il est d'ailleurs bien probable que si la Banque se trouvait jamais devant un pareil *run* du public (chose presque impossible, grâce surtout à la loi de 1910, voir pages 188 et suivantes), le Gouvernement lui accorderait le moratorium de façon à lui permettre de conserver son encaisse métallique si péniblement constituée.

Il est vrai que dans une pareille circonstance, la Banque pourrait porter son encaisse métallique au crédit du compte de la loi de 1910, et se servir des billets de banque qu'elle serait en droit d'émettre en contre-partie. Mais cette manière de procéder donnerait au public le droit de demander le remboursement de ses billets en or, jusqu'à concurrence de la somme en or effectif portée au crédit de la loi de 1910 et alors un nouvel arrêt provisoire du fonctionnement normal de la loi Γ X M B serait peut-être encore nécessaire.

(2) Voir à la fin de ce livre, la reproduction intégrale du Bilan de la Banque Nationale de Grèce.

tive au Privilège d'émission de la Banque Nationale, il doit, à notre avis, commencer par permettre à cette dernière de mobiliser une grande partie de son actif engagé aujourd'hui dans des avances directes ou indirectes au Trésor.

Pour cela, il doit commencer par rembourser la Banque Nationale de sa dette en billets de banque à cours forcé. La somme de 50.951.915 drachmes (1), n'a plus une importance telle qu'elle puisse faire reculer le Gouvernement devant une pareille mesure surtout si on la compare avec le total de la dette publique dont la Grèce sera dorénavant grevée (2) et avec le montant

(1) Qui se trouvera déjà réduite, à la fin de 1920, à moins de 49 millions de drachmes.

(2) Cette Dette dépassera certainement 4 milliards 1/2. Voici comment : le total de la dette publique de la Grèce qui était déjà de 1.216.479.596 drachmes en 1914, avait atteint 2.431.925.845 drachmes le 1^{er} janvier 1919, c'est-à-dire exactement le double. Si l'on y ajoute la nouvelle dette de l'exercice actuel (1919-1920) évaluée dans le projet du budget soumis à la Chambre le 12 décembre 1919, à 741.250.000 drachmes (2 millions de drachmes de dépenses militaires par jour), nous arrivons à un total de 3.173.175.845 drachmes, auquel il faut encore ajouter ce que nous devons aux Alliés comme prix des approvisionnements et munitions fournies à crédit par eux à notre armée ; et, d'une façon générale, tous les fonds qui seront nécessaires pour liquider complètement la situation créée par la guerre ; 2° les emprunts absolument indispensables pour le développement de la richesse nationale (rachat et création de nouvelles lignes de chemins de fer, développement des ports de commerce, etc...) ; 3° la part de l'ancienne Dette turque, ou autres, que la Grèce devra assumer en vertu des Traités de Paix. Et il est à prévoir que les déficits budgétaires à combler par de nouveaux emprunts, ne vont pas disparaître complètement avec l'année prochaine. Dans ces conditions, le chiffre de 4 milliards 1/2 ne peut pas paraître exagéré.

de la circulation fiduciaire dont le pays agrandi et enrichi, aura absolument besoin (1).

Le Gouvernement trouvera tout simplement la somme nécessaire au remboursement dans le produit d'un emprunt, soit intérieur soit extérieur (2). Cette opération entraînerait naturellement une certaine charge pour le Trésor (3), mais le Gouvernement ne devrait pas hésiter à la supporter pour acheter ainsi l'assainissement du régime monétaire du pays.

Le but de cette opération sera-t-il de permettre à l'Etat de procéder à l'abolition du cours forcé ? — Pas du tout. Nous espérons avoir suffisamment établi qu'on ne peut pas trouver d'avantages dans une pareille mesure, qui devrait naturellement être accompagnée de la suppression de la loi de 1910. Car on ne voit pas trop quel pourrait être le but du retour à la remboursabilité

(1) Nous ne parlons pas de la circulation actuelle, dont l'exagération constitue une situation exceptionnelle qui finira par disparaître par suite du resserrement régulier déjà expliqué.

(2) Si l'emprunt est intérieur, le Gouvernement n'aura qu'à prélever sur les billets rentrés dans ses caisses, une somme de 49 millions de drachmes en billets de banque et, au lieu de les dépenser, à les remettre à la Banque Nationale en acquittement de sa dette, laquelle, à son tour, devra les détruire. Si l'emprunt est extérieur, le Gouvernement inscrira au crédit de la Banque Nationale à l'étranger, une somme en monnaie étrangère, équivalente à sa dette à cours forcé, sans demander à cette dernière d'émettre en contre-partie pour les lui remettre de nouveaux billets. La Banque n'aura alors qu'à considérer les billets circulant jusqu'ici pour le compte de l'Etat comme circulant pour le compte de la loi de 1910.

(3) Etant donné que l'intérêt qu'il paierait dorénavant pour la somme en question, serait forcément de beaucoup supérieur à celui versé jusque-là à la Banque.

en or des billets, du moment que cet or ne serait pas du tout nécessaire pour les paiements à faire à l'étranger, tant que la loi de 1910 serait là pour les assurer (1). D'un autre côté, on ne voit pas pourquoi on sacrifierait au cours légal la loi Γ X M B, dès l'instant que le retour aux règles d'émission prévues par les statuts de la Banque Nationale permettrait à cette dernière d'avoir une couverture, pour ses billets en circulation, beaucoup moins importante que celle qui les garantit actuellement, sans parler des autres avantages du système Γ X M B, qui seraient ainsi perdus (2). Inutile d'ajouter

(1) Il est évident que dans les circonstances normales vis-à-vis desquelles nous nous plaçons, personne n'irait demander à la Banque Nationale le remboursement en métal de ses billets dans le but de l'envoyer à l'étranger, puisqu'il aurait toujours pu acheter auprès de cette même banque une traite sur l'étranger, à un cours du change inférieur au *gold point*. Quant à la circulation intérieure, il serait superflu de revenir sur l'inutilité d'une circulation métallique effective, établie par des considérations décisives et des exemples caractéristiques, parmi lesquels celui fourni par la Grèce elle-même dans la période de 1910-1914. Voir t. I, page 197, note 1.

(2) En effet, d'après les statuts de la Banque Nationale, son encaisse métallique, dans laquelle sont compris les dépôts à l'étranger, doit représenter le 1/3 de la circulation et des dépôts à vue (voir t. I, page 32). Si cette règle avait été appliquée à la situation de la Banque Nationale du 31 décembre 1918, cette dernière serait tenue d'avoir en face d'une circulation et de dépôts à vue, ainsi composés :

Circulation pour le compte de la Banque. . .	44.539.392,51	Drachmes
Circulation pour le compte de la loi de 1910. . .	1.170.070.605,00	»
Dépôts à vue et autres exigibilités	604.568.663,43	»
Couverture des petites coupures et des Bons de la Défense Nationale.	70.736.198,70	»
	1.889.914.859,64	Drachmes

une réserve en métal effectif et en dépôts à l'étranger, de

à toutes ces considérations, l'impossibilité pratique et l'inopportunité manifeste de procéder actuellement au retour au cours légal, alors que des Etats, parmi les plus importants du monde, se trouvent, de fait ou de droit, sous le régime du cours forcé, quand presque partout on garde jalousement l'or chez soi, et alors que la Grèce se trouve actuellement en présence d'une inflation monétaire et d'une hausse sensible des changes. Or, cette situation n'est pas à la veille de disparaître.

Alors, s'il ne s'agit pas de revenir au cours légal, quelle serait la raison d'être du remboursement de la dette de l'Etat à cours forcé ? — Cette mesure : *a*) préparerait le terrain pour permettre de compléter le système F X M B, en donnant à la totalité de la circulation une élasticité encore plus grande conformément à l'esprit de l'amendement suggéré dans le premier paragraphe (1) ; *b*) contribuerait aussi à permettre d'assurer aux différentes branches de la production nationale, des crédits beaucoup plus abondants et à meilleur marché, que ceux dont elles disposent actuellement.

Mais pour atteindre ce double but, il faudra modifier les statuts actuels de la Banque Nationale. Cette modi-

629.971.619 fr. 88. Tandis que, sans l'application de cette règle et sous le régime de la loi de 1910, les réserves de la Banque s'élevaient à cette même date, à 1.727.558.704, 28, ainsi répartis :

Disponibilités en Grèce	61.508.982,01 francs
Disponibilités à l'étranger	1.666.049.722,27 »
	1.727.558.704,28 francs

sans compter les 101.460.607 dr. 49 de billets de banque disponibles, et les 10 millions de titres d'Etat servant de couverture conformément à la loi 656 de 1915.

(1) Voir pages 266 et 274.

fication est, à notre avis, d'une nécessité impérieuse. Puisqu'il ne s'agit pas de revenir au cours légal, on ne peut pas songer à remettre en vigueur des statuts établis en vue de la remboursabilité en or des billets. Il ne serait pas permis non plus, du moment que l'Etat rembourserait à la Banque sa dette en billets de banque à cours forcé, de laisser cette dernière investie du monopole d'émission de billets inconvertibles en or, sans lui imposer, comme contre-partie, d'autres obligations que celle inutile et maladroite, consistant à ne pas dépasser un certain maximum de circulation. La modification s'impose donc, et cela dans le sens de l'établissement de règles particulièrement sévères, dans le but d'introduire une sécurité et une élasticité absolues par rapport aux émissions, et aussi une réglementation raisonnable relativement aux autres opérations de banque.

Voici, à peu près, quels devraient être, selon nous, les amendements à apporter aux statuts de la Banque Nationale :

L'article 8 § a) de la loi de 1910, continuant à être en vigueur, complété par les deux amendements suggérés au début de ce chapitre, les autres dispositions des statuts de la Banque que nous avons résumées à la page 32 du t. I., devraient être modifiées comme suit :

1° Toute limite, en ce qui concerne le maximum d'émission des billets circulant pour le compte de la Banque, serait abolie. Seulement :

2° L'émission de billets de cette dernière catégorie, ne pourrait avoir lieu que dans le but spécial de faire de l'escompte et des avances sur titres ou marchandises. En d'autres termes, le montant de cette circulation devra toujours être contrebalancé à l'actif par

l'ensemble des rubriques suivantes : *a*) escompte d'effets de commerce (1) ou de Bons du Trésor (2); *b*) avances sur titres (3) ou sur marchandises (4). En dehors de cette couverture effective :

3° La Banque devrait avoir à son actif une couverture des billets en circulation, présentant le caractère d'un fonds de réserve, égale au $\frac{1}{4}$ du montant de la circulation de billets pour le compte de la Banque ; cette couverture serait représentée à l'actif soit par de l'or, soit par des fonds d'Etat helléniques.

4° Le total des dépôts à vue et autres exigibilités immédiates devrait être représenté à l'actif par toutes sortes de disponibilités (5).

(1) Portant deux signatures et à échéance maximum de trois mois. Parmi ces effets, il faut aussi comprendre ceux escomptés aux agriculteurs, avec cette différence cependant, que le délai de ces derniers prêts pourrait être prolongé jusqu'à neuf mois et que la seconde signature pourrait être remplacée par la fourniture d'une sécurité réelle.

(2) Jusqu'à un maximum (par exemple : 20 millions) qui serait fixé dans les statuts mêmes et ne serait plus le résultat de l'établissement d'un maximum dans le montant des Bons que le Gouvernement a le droit d'émettre.

(3) Parmi lesquels il faut comprendre les obligations d'emprunts de l'Etat hellénique. La somme avancée sur tous les titres, de quelque nature qu'ils soient, ne pourrait dépasser les $\frac{3}{4}$ de leur valeur courante et en aucun cas leur valeur nominale.

(4) Y compris les warrants émis par les Magasins Généraux. Le montant avancé sur marchandises ou warrants ne pourra dépasser les $\frac{2}{3}$ de la valeur courante de la marchandise et le délai accordé ne pourra être supérieur à trois mois.

La plupart des règles contenues dans ces quatre notes, se trouvent déjà dans les statuts de la Banque Nationale, tels qu'ils sont en vigueur actuellement.

(5) C'est-à-dire que le montant des dépôts à vue et autres

5° Le placement en actions de sociétés et autres valeurs mobilières, ne devrait pas dépasser le capital.

6° Les prêts sur hypothèques et aux municipalités, communes etc..., ne devraient pas dépasser le montant des obligations à lots de la Banque en circulation et des dépôts permanents, plus les 2/3 des dépôts à terme.

§ 5. — *Les effets heureux des modifications suggérées sur l'abondance du crédit, l'élasticité de la circulation et l'uniformité du régime monétaire de la Grèce.*

Ces modifications des Statuts de la Banque Nationale contribueraient à assurer un ordre et une sécurité complète aux différentes opérations de la Banque, tout en maintenant les diverses et multiples branches de son activité.

Elles contribueraient aussi à procurer une abondance de crédit beaucoup plus considérable qu'auparavant, au grand profit du commerce, de l'industrie et de l'agriculture. Il ne pourrait qu'en résulter un nouvel essor de la production nationale.

En effet, jusqu'ici, ainsi qu'il ressort de l'analyse du bilan de la Banque Nationale (1), celle-ci ne disposait que d'une partie absolument insignifiante de sa circulation pour son propre compte et de ses dépôts à vue, pour fournir du crédit à l'intérieur du pays et, par là

exigibilités pourrait être employé par la Banque, non seulement pour l'escompte et les avances sur titres, mais aussi pour se procurer toutes sortes de valeurs immédiatement réalisables, ainsi que pour se former des dépôts à vue à l'étranger.

(1) Ces remarques s'appliquent également aux autres banques grecques en ce qui concerne l'utilisation de leurs dépôts.

même, pour encourager la production nationale (1), et elle se contentait de déposer la plus forte partie de ses disponibilités à l'étranger (2), ce qui ne pouvait avoir d'autre but que de favoriser le commerce d'importation (3). Dans ces conditions, on pourrait vraiment se demander quelle peut être la raison d'être, dans ces dernières années, de la circulation pour le compte de la Banque, dès l'instant que les besoins monétaires du marché sont largement servis par le fonctionnement de la loi Γ X M B, tandis que les besoins de crédit ne sont nullement satisfaits du fait du privilège d'émission de la Banque (4). Ce sont là des vérités qu'on ne doit pas se dissimuler (5).

(1) Par suite de cette attitude de la Banque Nationale, qui ne pouvait qu'influencer celle des autres banques, puisqu'elles ne pouvaient pas beaucoup compter sur le réescompte de leur portefeuille, on peut dire, sans exagération, qu'il n'y a pour ainsi dire pas, actuellement en Crèce, de marché monétaire local.

(2) Qu'il ne faut pas confondre avec celles de la loi de 1910.

(3) Tandis que le fonctionnement de la loi Γ X M B était plus que suffisant pour faciliter, sinon encourager, ce commerce.

(4) C'est encore la circulation Γ X M B qui remplit indirectement ces fonctions (voir t. I, pages 139-142). Une preuve de ce que nous avançons est que, toutes les fois que la Banque prévoyait une baisse des changes sur l'étranger et, par conséquent, craignait une perte sur ses dépôts à l'étranger, pouvant absorber tout le bénéfice résultant des intérêts de ces dépôts, elle préférerait ne mettre en circulation que le moins possible de ses propres billets.

(5) Voici les réflexions qu'on trouve à ce sujet dans un article signé « Spécialiste » et publié dans le journal grec *Hestia*, du 21 août 1919 : « ...Les profits les plus importants de nos banques ne provenaient pas, comme cela aurait dû être, des services rendus aux besoins intérieurs du pays, à savoir : de l'importation d'articles de première nécessité et de matières premières, et de

En dehors de ces avantages, les modifications indiquées ci-dessus, permettraient d'assurer à la circulation fiduciaire de la Grèce, l'élasticité que la loi de 1910 ne peut arriver seule à lui donner, et que le régime du cours forcé pur et simple, tel qu'il fonctionne actuellement, ne peut qu'entraver.

Ainsi, il ne pourrait plus y avoir manque de monnaie, non seulement comme instrument de circulation (1), mais aussi comme instrument de crédit, puisqu'il n'y aurait plus de limites aux émissions de la Banque pour son compte. Et d'un autre côté, tout danger d'inflation serait éloigné mieux qu'actuellement, puisque toutes les fois que les billets émis pour le compte de la loi de 1910 suffiraient pour assurer la fourniture du crédit dont le public aurait besoin (2), la Banque serait forcée de restreindre et même de supprimer sa propre circulation, ce qui ne peut pas avoir lieu maintenant, c'est-à-

l'appui prêté à l'industrie. Tout au contraire, ils provenaient de différences de change et de l'appui prêté au commerce d'importation en général, aussi bien de matières premières que d'articles manufacturés. Cette politique des banques n'a pas du tout aidé le pays dans ses besoins. Aussi nous assistons au phénomène curieux que les dépôts auprès des banques ne sont pas employés à l'intérieur de l'Etat, mais sont placés à l'étranger. Nous voyons une banque ayant un nom prestigieux et suggérant l'idée d'un appui prêté à des classes entières, qui au lieu de disposer de ses disponibilités dans ce but, s'en sert, elle aussi, pour importer des marchandises... »

(1) Chose que la loi T X M B seule parvenait, en somme, à lui assurer en temps normal.

(2) Etant donné qu'une grande partie de ces billets rentrerait sous forme de dépôts dans les banques (la Banque Nationale comprise) et leur permettraient ainsi, de fournir du crédit à bon marché au commerce.

dire tant que circulent les billets pour le compte de l'Etat et que la Banque peut se servir de son droit d'émission dans n'importe quel but.

Enfin, ces modifications doteraient le système monétaire grec d'une unité dans ses principes directeurs, et d'une harmonie dans son application, réellement parfaites.

Effectivement, la totalité de la circulation fiduciaire du pays serait ainsi basée sur le principe de la non-convertibilité des billets en or et de l'inutilité d'une grosse réserve métallique. Elle présenterait en même temps une sécurité absolue puisqu'elle serait couverte intégralement par des disponibilités, soit à l'intérieur, soit à l'étranger, immédiatement réalisables et représentant une richesse réelle, des biens réels. De plus, un fonds de réserve, égal au quart du montant de la circulation pour le compte de la Banque et au dixième de celle pour le compte de la loi Γ X M B, (1) et constituant une couverture supplémentaire en or ou en fonds de l'Etat hellénique en or, serait toujours là pour combler n'importe quelle perte qui pourrait survenir dans la couverture principale consistant en disponibilités (2).

A vrai dire, le régime du cours légal, tel qu'il était appliqué généralement avant la guerre, est-il établi

(1) La différence entre ces deux proportions serait tout-à-fait logique, le genre d'opérations auquel serait destinée la circulation pour le compte de la Banque comportant des dangers plus réels et plus fréquents que ceux que peuvent encourir les réserves de change déposées à l'étranger.

(2) Par suite de la baisse éventuelle du change sur tel ou tel pays dépositaire de disponibilités grecques, ou bien par suite du refus de paiement d'un effet de commerce, ou de la baisse accentuée en bourse, d'un titre garantissant une avance, etc...

sur une base différente? — La véritable garantie des billets circulant sous ce régime n'est pas leur couverture métallique, généralement insuffisante à leur remboursement, mais les disponibilités de toutes sortes que la banque d'émission se procure, en plaçant ses billets dans la circulation ; et le véritable instrument des paiements à faire à l'étranger n'est pas l'or qui peut provenir de la remboursabilité de ces billets, mais les ouvertures de crédits, les envois de titres, etc... au dehors. L'encaisse métallique, dans l'un ou dans l'autre cas, ne joue le rôle que d'un renfort.

Or, le fonds de réserve du système grec n'aurait pas un objet différent, ni une utilité plus grande, puisqu'il serait destiné à être employé, le cas échéant, pour des règlements à faire à l'étranger, ou bien, d'une façon plus générale, pour faire rentrer à la Banque les billets restant dorénavant sans couverture équivalente en disponibilités, pour telle ou telle raison (1).

La différence caractéristique qui existe actuellement entre un régime de circulation fiduciaire remboursable en or, tel qu'il fonctionne dans les pays à cours légal, et le régime grec depuis qu'il est complété par le système Γ X M B, c'est que dans ce dernier, la circulation pour le compte de la Banque Nationale, déviée de sa destination, n'est point couverte par des disponibi-

(1) Avec cet avantage en plus, que les réserves du double système grec pour autant qu'elles consisteraient en fonds d'État hellénique, apporteraient dans l'intervalle à la Banque un important intérêt, et contribueraient ainsi à l'accroissement de la richesse en général, au lieu de rendre une richesse réelle, telle que l'or, absolument inutile, dans de fortes proportions, pour les satisfactions des besoins de la société.

lités équivalentes à l'intérieur. Et c'est cette infériorité manifeste que viendrait abolir la modification des statuts que nous proposons, de façon à ce que la totalité de la circulation grecque soit couverte par des disponibilités équivalentes, c'est-à-dire par le portefeuille commercial et le portefeuille des titres à l'intérieur, par des dépôts à vue ou autres sécurités à l'étranger (1).

Cependant, même après cette modification, il restera toujours une autre différence [fondamentale entre le régime du cours légal et le système grec, différence que la Grèce doit bien se garder de supprimer et qui est celle qui se rapporte à la remboursabilité en or des billets.

Cette prérogative du public sert principalement sous le régime du cours légal, à assurer une élasticité et une sécurité à la circulation fiduciaire, ainsi qu'une fixité au change (2).

Or, le système grec, modifié comme il est proposé,

(1) Il est intéressant de constater que même parmi les pays possédant une circulation remboursable en or, il y en a un, les Etats-Unis, dont le système monétaire est dépourvu d'un élément d'élasticité, par suite de l'absence presque complète de la lettre de change et, par conséquent, de l'escompte d'effets de commerce (les billets à ordre se prêtant beaucoup plus difficilement au réescompte); cette forme normale de prêts à court terme étant inconnue aux Etats-Unis pour les relations intérieures, et n'étant introduite que depuis 1913 pour les relations extérieures.

(2) Quoique cette prérogative puisse aussi faire hésiter la Banque d'émission à fournir un crédit abondant au marché et à placer ses billets en disponibilités à l'intérieur les couvrant intégralement, alors que, d'un autre côté, elle ne laisse pas longtemps à la disposition de cette banque les disponibilités qu'elle pourrait se procurer par le même moyen à l'étranger.

tandis qu'il continuerait à garantir une fixité encore plus absolue du change, n'en assurerait pas moins l'élasticité et la sécurité de la circulation, puisque tous nouveaux billets mis en circulation correspondraient à un besoin réel et seraient intégralement couverts (1). Puis, les billets ainsi émis contre des disponibilités, soit à l'intérieur, soit à l'étranger, retourneront aussi bien dans les caisses de la banque, mais seulement quand le public n'aurait plus besoin de crédit (2) et, inversement, quand il aurait besoin de change sur l'étranger (3). De toute façon, l'élasticité serait par-

(1) Il y a lieu de remarquer les affinités qu'il y aurait entre le système grec, tel que nous le préconisons, et le système monétaire des Etats-Unis, puisque, dans les deux systèmes, chaque billet doit correspondre à un effet de commerce, dont l'échéance est très brève, et est couvert complémentaiement dans une certaine proportion par un fonds de réserve spécial. La différence fondamentale entre ces deux régimes, serait que le système grec ne comporte point la remboursabilité en or des billets.

(2) Il est évident que, quand les effets de commerce escomptés ou les avances sur titres accordées viendront à échéance, les billets émis rentreront à la Banque, si le public ne demande pas, entre temps, la fourniture de nouveaux crédits.

(3) La procédure ici serait un peu différente, puisqu'une fois les devises sur l'étranger arrivées à échéance, ce qui figurera de nouveau à l'actif, ce seront, non pas les billets émis par la banque pour effectuer cette opération et revenus dans ses caisses (voir t. I, page 200, note f), mais de nouveaux dépôts constitués à l'étranger. En d'autres termes, le remboursement s'effectuera non pas en monnaie nationale, mais en monnaie étrangère, couvrant la monnaie nationale restée en circulation. Le résultat sera toujours que, d'une part, la monnaie nationale rentrée en caisse servira de nouveau à fournir du crédit à l'intérieur, et que d'autre part, la monnaie étrangère à la disposition de la Banque, servira à fournir du change sur l'étranger.

faite, puisque ce serait toujours le public qui réglerait le montant de la circulation effective suivant ses besoins, et la sécurité serait absolue puisque cette circulation serait intégralement couverte en disponibilités, soit à l'intérieur soit à l'étranger. Et la supériorité du nouveau système grec consisterait, non seulement dans la réduction du rôle de l'or et dans ses conséquences, dont la principale est la productivité de la couverture de la circulation des billets, mais aussi en ce que le produit des devises sur l'étranger escomptées par la banque d'émission au moyen de nouveaux billets et venues à échéance, ne se transformerait pas, par l'intermédiaire du remboursement des billets, en richesse entre les mains du public, mais resterait en réserve à la disposition d'un organisme central (1) pour le cas de besoins de change sur l'étranger.

SECTION II

Les modifications relatives à l'organisme qui est ou doit être chargé de la gestion de la circulation fiduciaire et de la réglementation du change.

§ 1. — *La situation privilégiée que la législation monétaire actuelle, assure à la Banque Nationale.*

Ce qui a retenu particulièrement notre attention dans la section qui précède, c'est la nécessité indiscutable et les moyens de réalisation à notre avis les plus ap-

(1) Tout en étant représenté dans le public par les billets émis en contre-partie par la Banque et, par conséquent, en la possession de celui-là.

propriés, d'une refonte des lois organiques et des conventions auxquelles elles se réfèrent, relatives aux règles de circulation fiduciaire et de réglementation du change.

Or, du moment que la question d'une réforme profonde de la législation monétaire de la Grèce est posée, on ne peut s'abstenir d'en examiner un autre aspect qui a été laissé dans l'ombre jusqu'ici. Il consiste à savoir : si le soin de diriger et de régler la circulation fiduciaire et le change de la Grèce doit continuer à être confié uniquement à la Banque Nationale, si ce privilège ne devrait pas être subordonné à certaines restrictions et garanties, enfin si ce dernier ne devrait pas lui être enlevé pour être remplacé par une organisation différente, plus conforme aux intérêts économiques de la Nation (1).

La constatation frappante qui incite à poser ce nouveau problème, c'est la force réellement prépondérante et les profits exceptionnellement élevés que l'ensemble du système monétaire grec assure actuellement et continuera à assurer, même si les modifications que nous venons de suggérer étaient adoptées, à la Banque Nationale.

(1) Nous ne nous attarderons pas sur les discussions théoriques, suffisamment connues, de la supériorité d'une banque d'émission par actions ou de celle d'une banque d'émission d'Etat, de l'unité ou de la pluralité des banques d'émission, etc... Mais guidé par les principes généralement admis en cette matière, nous tâcherons de rechercher si, en présence de la situation prépondérante que la législation monétaire actuelle de la Grèce assure à la Banque Nationale, prouvée par les constatations des faits qui précèdent, il n'y aurait pas lieu d'apporter une modification à cet état de choses.

En effet, un pareil système à ce point centralisateur de circulation et de change, dont le fonctionnement tout entier est confié à une banque particulière, comporte certains inconvénients, dont on ne saurait se dissimuler l'importance.

D'un côté, il procure à la Banque des bénéfices élevés qui résultent : soit des intérêts des dépôts à l'étranger constitués par l'émission des billets en vertu de la loi de 1910 (1), soit du produit de l'escompte et des avances effectués par l'émission de billets pour le compte de la Banque (2). Or, on ne voit pas pourquoi l'Etat abandonnerait ces bénéfices à une Société privée du moment qu'ils lui reviennent de droit, la création de la monnaie légale du pays, qu'elle soit en métal ou en papier, rentrant dans ses prérogatives.

D'un autre côté, l'ensemble du régime monétaire grec assure à la Banque le contrôle absolu de la totalité de la circulation fiduciaire et du marché des changes, et

(1) Nous n'avons pas à répéter ici les explications que nous avons données déjà aux pages 185-190 du t. I, ni les différents faits qui y sont relatés, qui consistent à atténuer l'importance et peut-être à justifier, jusqu'à un certain point, les profits que la Banque Nationale peut tirer du fonctionnement de la loi F X M B. Ici la question est tout autre : il ne s'agit pas de savoir si ces profits sont plus ou moins élevés, mais s'ils doivent revenir à la Banque, quelle que soit leur importance, ou bien s'il ne serait pas plus juste que l'Etat en profite entièrement.

(2) Cette deuxième catégorie de bénéfices peut s'élever dans l'avenir (surtout si les modifications que nous proposons étaient adoptées) à des sommes considérables, puisque le taux de l'escompte et l'intérêt des avances sur titres sont plus élevés que l'intérêt des dépôts à vue à l'étranger, et que la Banque effectue ces opérations avec de l'argent qui ne lui coûte que le montant des simples frais de fabrication des billets.

lui procure par là, une puissance exagérée dans le sein même de l'Etat, aussi bien vis-à-vis du pays que du Gouvernement (1). Or, étant donné que la Banque Nationale est en même temps une institution bancaire comme une autre et est amenée peut-être par là à veiller beaucoup plus sur ses propres intérêts que sur ceux du pays, elle peut se trouver tentée de se servir de son influence non seulement au détriment des autres banques, mais encore à l'encontre des intérêts de l'Etat (2). Dans ces

(1) Il n'y a pas lieu davantage de revenir sur les raisons qui pouvaient peut-être justifier, au moment de l'introduction de la loi de 1910, la décision du Gouvernement de confier l'application de cette loi à la Banque Nationale (voir t. I, pages 182-183). Ce que nous voulons rechercher ici c'est, le fonctionnement du système T X M B ayant pris le développement que nous lui connaissons, et le moment d'une refonte radicale de la législation monétaire de la Grèce ayant sonné, si cette dernière doit continuer à assurer une force et une prépondérance aussi grandes à la Banque Nationale.

(2) D'autant plus que, avec le système grec, tel qu'il fonctionne actuellement, la Banque Nationale n'a aucune obligation légale de venir en aide aux autres institutions bancaires, en leur fournissant, au moyen du réescompte de leur portefeuille, les billets dont elles pourraient avoir besoin en temps de crise ou de panique, pour le remboursement éventuel de leurs dépôts.

C'est précisément cette circonstance qui constitue une excuse de la politique suivie par les différentes banques grecques, politique que nous avons blâmée plus haut et qui consiste à placer une grande partie du produit de leurs dépôts, sous forme de disponibilités à l'étranger. Car, en somme, le seul moyen qu'elles ont pour forcer la Banque Nationale à leur fournir les billets dont elles pourraient avoir besoin pour le remboursement de leurs dépôts, c'est de tirer des traites sur leurs disponibilités à l'étranger et de les vendre à la Banque Nationale (qui ne peut pas refuser l'opération), contre des billets émis conformément à la loi de 1910. En dehors de ce procédé, les différentes banques pour la même raison, ont l'habitude de garder toujours en caisse une somme importante en billets de la Banque Nationale.

conditions, le Gouvernement ne devrait-il pas garder pour lui les différentes prérogatives qu'il a confiées à la Banque Nationale ?

Il n'y a aucun doute que les constatations que nous venons de faire ne démontrent une situation vraiment irrégulière, qu'il importe d'essayer de faire cesser d'une façon ou d'une autre (1).

§ 2. — *Projets de réforme tendant à apporter des garanties et à restreindre la situation privilégiée de la Banque Nationale.*

Les réformes au système monétaire grec qu'on pourrait introduire dans le but d'instituer un contrôle plus sévère et une limitation raisonnée aux profits et à la prépondérance actuels de la Banque Nationale, sont multiples. Essayons d'en indiquer quelques-unes :

(1) Cette omnipotence de la Banque Nationale peut avoir aussi des répercussions fâcheuses sur le terrain politique. Le souvenir de l'avance en marks en 1916 et de la façon dont elle a été réalisée, est très suggestif (voir t. I, pages 337-339). Si la Banque Nationale ne s'était pas trouvée investie à cette époque du pouvoir absolu d'émission, le Gouvernement autocratique d'alors aurait assumé seul la responsabilité d'un pareil acte et n'aurait pas mêlé dans l'affaire le premier établissement de crédit du pays.

C'est aussi ce qui semble avoir amené M. Vénizélos à penser qu'une réforme monétaire et bancaire s'impose en Grèce, combinée avec une atténuation des prérogatives actuelles de la Banque Nationale. Et c'est ce qui explique que, dans les déclarations qu'il a faites au journal anglais « Morning Post » du 20 août 1917, il a pu s'exprimer ainsi à ce sujet : «... La Banque Nationale qui a été l'intermédiaire (du Gouvernement de Constantin), devrait être réorganisée et devenir une simple banque d'émission. D'autres banques, y compris une banque d'Etat, devraient être créées. Les intérêts de la Banque Nationale et ceux des actionnaires, devraient être entièrement sauvegardés... »

1° On pourrait d'abord poursuivre la politique déjà adoptée au moment du dernier renouvellement du privilège de la Banque Nationale et qui consiste à assurer à l'Etat une part importante dans les bénéfices que la Banque peut se procurer grâce à son privilège d'émission et à la gérance de la loi de 1910 (1). Ce serait le remède le moins rationnel. Et pour qu'il puisse arriver à corriger les inconvénients que nous venons d'indiquer, il faudrait encore :

a) Qu'il soit appliqué d'une manière plus stricte, c'est-à-dire de façon à assurer à l'Etat une participation aux bénéfices plus élevée qu'aujourd'hui. La Banque Nationale devrait se prêter de bonne grâce à un pareil changement, qui pourrait lui éviter l'adoption de mesures beaucoup plus préjudiciables à ses intérêts.

b) Qu'il soit combiné avec les modifications des statuts de la Banque, que nous avons préconisées dans la section précédente, lesquelles, tout en supprimant la fixation d'un maximum dans ses émissions, et en renfermant dans des limites étroites l'intervention gouvernementale dans la constitution de l'actif de la banque, l'amèneraient à satisfaire plus largement et à meilleur compte qu'elle ne l'a fait jusqu'ici, aux légitimes demandes de crédit du commerce et apporterait un ordre logique et une sécurité entière dans ses différentes opérations.

(1) Nous faisons allusion aux dispositions de l'article 5 de la Convention du 6 décembre 1914, ratifiée par la loi 636 du 2 février 1915. Voir à ce sujet : t. I page 287, note 1 (en ce qui concerne la participation de l'Etat aux bénéfices de la Banque résultant de l'émission de billets pour son propre compte) ; et t. I page 189 note 3 (relativement aux bénéfices résultant de l'émission de billets pour le compte de la loi T X M B).

c) Que le contrôle gouvernemental destiné à veiller à la stricte application des règles d'émission et des autres opérations de la Banque, soit organisé de manière à s'exercer avec plus d'autorité, de méthode et de science, qu'il ne l'a été jusqu'ici (1).

d) Enfin, que le droit de la Banque Nationale d'acheter et de vendre du change sur l'étranger pour son propre compte (2), lui soit enlevé, de sorte que cette banque,

(1) Actuellement, le Gouvernement n'est représenté auprès de la Banque Nationale que par un Commissaire Royal nommé par lui et n'ayant que voix consultative auprès du Conseil d'Administration de la Banque. D'après l'article 79 des Statuts, les attributions du Commissaire Royal sont les suivantes :

« Le Commissaire Royal veille à l'exécution des lois et règlements ; il surveille en tout point les affaires du siège central de la Banque et celles de ses succursales et agences. Sous l'obligation du secret le plus absolu, il se fera présenter l'état de l'encaisse, le portefeuille et les registres de la Banque. Il assiste aux séances générales du Conseil et s'il le juge nécessaire, au Conseil des Comités ; il doit, sous sa propre responsabilité, veiller spécialement à la stricte exécution des dispositions relatives à l'émission des billets de banque, qu'il contresigne avant leur mise en circulation... »

Mais dans la pratique, on peut dire que, jusqu'à ces derniers temps, le contrôle était devenu de pure forme. Nous ne voulons pas, d'ailleurs, insinuer par là que la Banque Nationale profitait de cet état de choses, pour violer les lois et conventions en vigueur.

A partir de 1914, les fonctions de Commissaire Royal sont remplies par le secrétaire général du Ministère de l'Economie Nationale, qui peut être remplacé par deux chefs de section de ce Ministère. On ne pourrait qu'approuver cette dernière mesure bien qu'il y aurait lieu de se demander si les multiples occupations de ce haut fonctionnaire (ou de ses remplaçants) lui permettent d'apporter l'attention nécessaire à la nouvelle charge, extrêmement délicate, qui lui est confiée.

(2) En vertu du Décret Royal du 9 mars 1897. Voir page ..

ne pouvant entreprendre ce genre d'opérations qu'à titre de gérant de la loi de 1910, ne soit plus influencée par un intérêt direct dans les fluctuations du change dont elle est chargée de fixer les cours, et ne soit pas tentée de porter, suivant les circonstances, une opération de change effectuée par elle, tantôt à son propre compte, tantôt à celui de la loi Γ X M B (1).

2° Une autre réforme, beaucoup plus hardie que la précédente, consisterait à enlever à la Banque Nationale le soin d'assurer le fonctionnement de la loi de 1910 et à le confier à une institution gouvernementale, qui aurait dorénavant la mission d'émettre des billets d'Etat contre des disponibilités déposées à l'étranger au nom du Gouvernement (2).

Il est incontestable qu'une pareille organisation du système de la loi Γ X M B, qui aurait dû peut-être, être introduite dès le début (3), n'irait pas aujourd'hui sans

(1) Ce n'est, naturellement, que dans des circonstances anormales, que cette dualité de la Banque Nationale relativement aux opérations de change, peut l'entraîner à introduire une anomalie dans le fonctionnement régulier du système et à compromettre la fixité absolue de la drachme. Mais les leçons d'une expérience récente, déjà connue du lecteur, ne peuvent que justifier l'amendement que nous proposons. Ce fut là, d'ailleurs, l'un des souhaits formulés par le Congrès des Chambres de Commerce grecques, dont une partie du Mémoire à l'adresse du Gouvernement, a été reproduit à la page...

(2) L'Office gouvernemental qui serait chargé de cette fonction devrait forcément avoir une indépendance absolue et être garanti contre toute intervention du Gouvernement, qui pourrait être tenté de se servir des disponibilités de l'office à l'étranger, ce qui équivaldrait à une nouvelle émission de papier à cours forcé.

(3) A l'instar de ce qui a été fait dans la plupart des pays à

entraîner certaines difficultés pratiques considérables, surtout en ce qui concerne le retrait et le remplacement des billets déjà en circulation pour le compte de la loi Γ X M B, qui sont actuellement absolument identiques à ceux qui circulent pour le compte de la Banque (1). D'autre part, une pareille solution occasionnerait les inconvénients qu'une circulation simultanée de deux sortes de billets comme monnaie légale, peut provoquer (2).

Pourtant ce double inconvénient pourrait être évité très facilement par l'adoption de la combinaison suivante :

Gold-Exchange Standard, c'est-à-dire ceux ayant un système de réglementation de change analogue à celui de la loi Γ X M B. Dans le chapitre suivant, nous donnerons un aperçu des différents systèmes monétaires se rapprochant du système grec.

(1) Par contre, le virement au nom du Gouvernement, des disponibilités à l'étranger déjà constituées conformément à la loi de 1910, ne pourrait pas présenter beaucoup de difficultés ; d'autant plus que la Banque Nationale se prêterait probablement maintenant beaucoup plus facilement à une pareille combinaison, étant donné qu'elle sera bientôt obligée de supporter des pertes assez élevées du fait de ses disponibilités à l'étranger comprises dans le compte de la loi de 1910.

(2) Les différences fondamentales qui existeraient entre ces deux monnaies de papier, concernant leur émetteur, leur couverture, voire même leur but et leur fonction, ne sauraient qu'entraîner des complications dans la circulation, qui pourraient même aller, dans certaines conditions du marché, jusqu'à l'établissement d'une prime de l'un de ces deux billets sur l'autre, avec toutes les difficultés dans les transactions quotidiennes et dans la fixation des prix qu'elle est de nature à engendrer. Les exemples historiques de ces sortes de complications ne manquent pas. Les événements de la dernière guerre n'ont fait que les multiplier.

L'Institution gouvernementale, au lieu d'émettre des billets d'Etat, délivrerait aux particuliers, contre de l'or, des traites ou des dépôts à l'étranger, des Bons représentatifs de leur valeur en drachmes ; et la Banque Nationale serait tenue d'émettre contre remise de ces Bons, des billets de banque d'une valeur égale (1). Inversement, cette Institution délivrerait des traites sur l'étranger, contre des Bons que le public pourrait toujours se procurer contre des billets, auprès de la Banque Nationale (2).

Naturellement, la Banque Nationale serait dédommagée, d'une manière équitable, de ses frais de fabrication de billets et autres. Seulement, cette dépense de l'Etat serait largement compensée par la petite différence qui existerait comme aujourd'hui, entre le prix d'achat et celui de vente du change (3).

(1) Il n'y aurait ainsi en circulation que des billets de la Banque Nationale, comme aujourd'hui, et les billets déjà émis par la Banque pour le compte de la loi F X M B continueraient à circuler. Quant aux dépôts de change déjà constitués conformément à cette loi, ils n'auraient qu'à être virés au nom du Gouvernement, contre remise à la Banque de bons d'une valeur égale.

(2) Bien entendu, une certaine partie des bons délivrés par l'Office gouvernemental, n'irait pas s'échanger contre des billets auprès de la Banque Nationale, puisque ces bons seraient facilement négociables sur le marché, en vue des paiements qu'il y aurait à faire à l'étranger. Cela aurait pour résultat de diminuer le montant de la circulation des billets, dans une très faible mesure, d'ailleurs, étant donné que : a) l'achat et la vente des bons strictement au pair de la part de la Banque Nationale, ne laisserait pas de marge pour un profit suffisant à ceux qui pourraient se livrer au commerce des bons : b) le montant de chaque bon ne correspondrait que rarement à la quantité de change sur l'étranger, dont tel ou tel particulier pourrait avoir besoin.

(3) Cette différence d'à peu près $1/4$ au-dessous du pair pour
Damiris, II.

En dehors de cette transformation du système de la loi F X M B, la Banque Nationale continuerait à jouir de son privilège d'émission établi par ses Statuts modifiés dans le sens indiqué (1).

3° Enfin, on aurait pu songer à une refonte encore plus rationnelle et complète de l'ensemble de la législation monétaire grecque combinée avec une organisation nouvelle du régime bancaire du pays. Cette large réforme serait inspirée du système introduit aux Etats-Unis par le fameux « Federal Reserve Act » du 23 décembre 1913, et fonctionnant depuis 1914 avec le plus grand succès, après avoir subi certaines modifications en 1916 et 1917.

l'achat de change et de $1/4$ au-dessus du pair pour la vente, servirait également à couvrir les autres frais de l'Etat nécessités par le fonctionnement de l'Office gouvernemental.

Il ne faut pas confondre l'achat et la vente de change au moyen de bons de la part de l'Office gouvernemental, opération qui laisserait une petite marge de bénéfice à cette Institution, avec l'achat et la vente de bons au moyen de billets de la part de la Banque Nationale, opération qui devant s'effectuer toujours au pair, ne laisserait aucune marge de bénéfice à la Banque. (Voir note précédente).

Quant à la différence entre le prix d'achat et celui de vente de change par l'Office gouvernemental, elle aurait également l'énorme avantage de laisser la possibilité de bénéfices raisonnables aux différentes institutions bancaires (y compris la Banque Nationale), pour leur permettre de continuer (comme aujourd'hui, d'ailleurs) leurs opérations de change.

(1) On ne saurait raisonnablement proposer le retrait du privilège d'émission de la Banque Nationale et l'introduction à sa place d'un papier-monnaie émis par l'Etat. Il en résulterait tous les désavantages du cours forcé pur et simple (émissions exagérées, manque d'élasticité, diminution de la confiance en la monnaie légale, etc...).

Cette idée de modeler le régime monétaire et bancaire de la Grèce sur celui des Etats-Unis, a été mise en avant par le Conseil d'Administration de la Banque Ionienne et plus particulièrement, par son Président, M. F. Larkworthy dans un Mémoire (1) soumis en 1917, au Président du Conseil de Grèce, M. Vénisélos, sur sa demande (2).

D'après ce Mémoire, il ne s'agirait pas de revenir, à l'exemple des Etats-Unis, à la remboursabilité en or des billets, il ne s'agirait pas non plus d'abolir le système de la loi Γ X M B, qui a rendu de si grands services à la Grèce (3). La réforme se bornerait à introduire, sur la base des principes actuels du système grec, les éléments d'organisation relatifs au fonctionnement des banques et de la circulation, qui peuvent s'adapter à la situation économique de la Grèce, et qui constituent précisément l'originalité et la supériorité du système américain. Mais par là même, cette réforme serait capable d'atteindre le but qui nous préoccupe en ce moment, à savoir : l'atténuation de la prépondérance actuelle de la Banque Nationale dans le système monétaire et bancaire de la Grèce.

(1) Déjà cité page 172, note 1.

(2) La question posée par M. Vénisélos à la Banque Ionienne tendait à savoir quelles étaient les dispositions du « Federal Reserve Act » qui auraient pu, d'après son opinion, être appliquées au système grec. La réponse du Conseil d'Administration de cette Banque a été étudiée par le Gouvernement et les personnes compétentes. Mais jusqu'ici il n'a été donné aucune suite à ce projet. Rapprocher, à ce propos, les déclarations de M. Vénisélos, dont il a été question à la page 300 note 1.

(3) Lequel resterait en vigueur, adapté toutefois, à l'ensemble de la réglementation monétaire et bancaire préconisée.

Nous n'avons pas à faire l'analyse du système américain (1). Nous n'avons pas non plus à entrer dans les différents détails du Mémoire de la Banque Ionienne, ni dans les longues explications par lesquelles il veut soutenir l'idée de l'introduction en Grèce de la réforme qu'il préconise. Disons simplement qu'en s'inspirant de ce Mémoire (2) on pourrait concevoir l'introduction en Grèce d'un système monétaire et bancaire dont les principales lignes seraient les suivantes :

La Banque Nationale n'aurait plus le droit de créer elle-même ses billets. Elle serait tenue de les recevoir d'un bureau gouvernemental dit d'émission ou de réserve, qui serait créé auprès du ministère des Finances et qui aurait seul le droit de créer des billets. Seulement ce dernier n'aurait le droit de mettre ces billets en circulation que par l'intermédiaire de la Banque Na-

(1) Les publications auxquelles on peut se référer sont les suivantes, parmi beaucoup d'autres : *J. Lescure* : « La Réforme du système bancaire aux Etats-Unis » (*Revue d'Economie Politique*, 1915 page 59) ; plusieurs articles publiés (surtout en 1916 et 1917) dans les périodiques américains : « *American Economic Review*, » l'« *Annalist* », et plus particulièrement, le « *Commercial and Financial Chronicle* » de New-York ; les documents publiés par la « *National Monetary Commission* », etc...

(2) On y trouve l'analyse des principaux systèmes de circulation et de banque en usage, ainsi que l'étude des phénomènes essentiels qui se rattachent à ces questions. On y trouve aussi des idées extrêmement sages inspirées par une grande science et une longue expérience. Pourtant, nous devons avouer que malgré une étude attentive de ce long rapport, nous ne sommes pas arrivés à dégager d'une façon précise quels seraient les traits fondamentaux et l'organisation exacte de la réforme dont ce rapport aurait souhaité l'introduction en Grèce.

tionale, laquelle lui remettrait, en échange, des effets de commerce escomptés ou réescomptés par elle (1).

D'autre part, toute banque faisant des opérations en Grèce et présentant certaines garanties, aurait le droit d'adhérer au système et de s'affilier à la Banque Nationale. Elle aurait alors la faculté de recevoir, elle aussi, des billets de la part de la Banque Nationale, en réescomptant auprès d'elle, son portefeuille commercial (2).

Les avantages d'un pareil système seraient les suivants (3) :

a) Chaque billet en circulation présenterait une confiance et une sécurité absolue, étant couvert en totalité par de la richesse réelle, puisqu'il devrait correspondre

(1) Pour commencer, la Banque remettrait les effets de commerce déjà escomptés par elle en se servant du produit de ses dépôts, représentés par des billets émis pour le compte de la loi Γ X M B. Après cela, le système fonctionnerait tout seul, la Banque se servant des billets remis par l'Office gouvernemental, pour de nouvelles opérations d'escompte, et ainsi de suite.

(2) Quant aux mesures de transition, qui seraient nécessaires pour passer (chose d'ailleurs extrêmement délicate) du régime actuel à celui proposé, on aurait pu les établir facilement en s'inspirant de celles adoptées aux Etats-Unis.

(3) Sur l'adaptation du système Γ X M B à cette nouvelle organisation, il serait superflu de nous attarder : Il est clair que la Banque Nationale n'ayant plus le droit de créer ses billets, elle se les procurerait auprès du Bureau Gouvernemental, contre des traites sur l'étranger, d'une valeur équivalente, achetées par elle. Quant aux autres banques, elles pourraient dorénavant profiter du système Γ X M B, puisqu'elles n'auraient qu'à réescompter les devises sur l'étranger achetées par elles, auprès de la Banque Nationale pour se procurer des billets pour leurs opérations. Pour le reste, les transformations dans le fonctionnement du système Γ X M B seraient analogues à celles indiquées au sujet de la deuxième réforme proposée. Voir pages 303-306.

à un effet de commerce dont l'échéance serait très brève (1).

b) L'ensemble de la circulation serait doté d'une élasticité énorme et serait garanti contre toute crainte d'inflation, puisque les billets ne seraient émis qu'en échange des effets de commerce dont la quantité varierait avec les besoins du public, et que ces billets retourneraient régulièrement à leur point de départ, au fur et à mesure que les effets escomptés viendraient à échéance (2).

c) La force prépondérante de la Banque Nationale serait limitée, étant donné qu'elle ne pourrait plus mettre en circulation que les billets absolument nécessaires aux besoins du commerce, et qu'elle serait obligée de prêter son appui et de fournir des billets aux autres banques de dépôt, par la voie du réescompte.

d) Cette dernière disposition aurait encore comme

(1) En dehors de cette couverture, les billets américains possèdent une couverture métallique de 40 0/0. Naturellement, cette sorte de couverture ne serait pas nécessaire en Grèce, les billets ne devant pas être remboursables en or. Néanmoins, la Banque Nationale serait tenue d'avoir à la place, un fonds de réserve, pour une certaine proportion des billets mis par elle en circulation, moindre qu'en Amérique, et constitué en métal ou en titres d'Etat helléniques, pour le cas de refus de paiement d'un effet de commerce. Pour les modalités de constitution et de fonctionnement de ce fonds de réserve, voir pages 270-274.

(2) Le mécanisme serait le suivant : la Banque Nationale serait forcée naturellement de retirer de l'Office d'émission, les effets de commerce remis, pour les faire toucher. Pour cela, elle devrait, en échange, lui retourner des billets. Mais la Banque n'aurait qu'à se servir dans ce but des billets qu'elle aurait en caisse, quitte à les remettre en place au moyen du produit de l'encaissement des effets de commerce, et à s'en servir pour de nouvelles opérations d'escompte.

conséquence l'unification du marché, la coopération des banques entre elles et avec le monde des affaires, et la création d'un marché monétaire local, qui est actuellement presque inexistant, et cela au grand profit de la production nationale en général.

e) Enfin, par suite de l'élément d'élasticité que nous venons de signaler, tout danger de crise et de ses conséquences serait écarté, la fourniture de crédit et le remboursement des dépôts, pouvant s'effectuer, sans la moindre difficulté ou perturbation, par l'accroissement automatique de la circulation. Et inversement, la diminution également automatique de la circulation pendant les périodes de stagnation des affaires, éliminerait le danger de l'utilisation des réserves des banques en billets inemployés, dans des opérations de pure spéculation (1).

§ 3. — *Une réforme dans le sens indiqué
est possible et nécessaire.*

Dans le bref exposé qui précède, nous n'avons fait que tracer les lignes générales de certains projets de réforme, donnés à titre d'exemple. Nous aurions pu entrer dans l'examen des multiples problèmes de détail que ces transformations radicales proposées sont de nature à faire naître. Nous aurions même pu en indiquer d'autres. Ce serait là un travail ingrat et inutile si on

(1) L'élasticité de la circulation serait d'autant plus grande que la réforme dont on parle devrait être combinée, comme d'ailleurs celle que nous avons préconisée plus haut, avec le retrait des billets circulant actuellement pour le compte de l'Etat. Voir pages 283-284.

considère que les principes directeurs et les modalités d'application d'un changement aussi profond et aussi sérieux pour la vie économique du pays, peuvent varier à l'infini, tandis que leur choix dépend essentiellement de plusieurs considérations d'opportunité et de nécessités pratiques dans lesquelles nous n'avons pas à entrer.

C'est aussi la raison pour laquelle il ne nous a pas semblé à propos³ de formuler une préférence expresse pour tel ou tel projet de réforme.

Ce que nous avons tenu à mettre en lumière c'est que la réforme n'est pas aussi difficile à réaliser qu'elle peut le sembler de prime abord. Nous ne nous dissimulons pas les inconvénients qu'un affaiblissement de la puissance du crédit de la Banque Nationale pourrait avoir, ni les dangers que le passage d'un régime monétaire à un autre, pourrait entraîner. Nous croyons pourtant qu'il s'agit là de difficultés dont il ne faut pas exagérer la portée (1).

(1) Le procédé consistant à grossir ces difficultés aux yeux de l'opinion publique, insuffisamment renseignée sur ces questions, constitue un moyen facile pour ceux qui peuvent avoir des raisons de préférer le *statu quo*, mais dont il importe de démontrer le parti-pris et qu'il faut apprécier à sa juste valeur.

Le passage d'une législation à une autre entraîne toujours des difficultés pratiques et un certain bouleversement fâcheux, surtout lorsqu'il s'agit des lois monétaires, lesquelles touchent toujours directement la vie économique entière d'une Nation. Il serait cependant inadmissible de reculer, pour cette raison, devant des réformes appelées par le progrès, d'autant plus que des mesures de transition appropriées peuvent toujours en restreindre les inconvénients. Quant à l'argument qui consiste à dire que la force et le crédit de la Banque Nationale sont des facteurs précieux qui ne pourraient être touchés sans porter préjudice aux intérêts

En tout cas, on ne peut pas méconnaître qu'une modification du privilège d'émission et des autres lois monétaires et bancaires s'impose dans le sens d'une participation plus active et d'un contrôle plus serré des pouvoirs publics, ainsi que de celui de la création d'un

du pays tout entier et du Trésor en particulier, sa portée n'est pas tellement grande. Il ne faut pas, en effet, se départir de l'idée que, même après la réalisation de réformes dans le sens proposé, la Banque conservera toujours des moyens et des prérogatives capables de lui permettre le maintien et même le développement de sa situation actuelle exceptionnellement solide.

Car il faut avouer que jusqu'ici, la Banque doit principalement sa force, d'une part au développement territorial et économique du pays, à l'accroissement normal de l'activité du marché, à l'esprit d'entreprise de l'initiative privée ; d'autre part et surtout, aux différentes prérogatives que lui assure la législation en vigueur. Elle s'est laissée trop entraîner dans cette ambiance heureuse et dans ces profits faciles et n'a pas donné tout l'effort dont elle était capable quant à la fourniture du crédit et, en général, à l'encouragement de la production et de l'activité nationales, pour se procurer de justes bénéfices tout en étant utile à la Nation.

Il est vrai que, d'un autre côté, la Banque n'a jamais marchandé son appui au Trésor, dont elle a toujours été le principal soutien. Mais cet état de choses, relativement justifié par l'existence du cours forcé, constitue une certaine déviation de la principale mission qu'a toute banque d'émission, laquelle, si elle est par sa nature le principal financier de l'Etat, est encore beaucoup plus le point d'appui et le principal refuge de toute l'Economie Nationale.

C'est pourquoi nous croyons qu'une réforme de la législation monétaire, même allant jusqu'à enlever à la Banque Nationale l'administration du système F X M B et jusqu'à introduire des restrictions sensibles à son privilège d'émission, ne lui serait pas tellement préjudiciable, si elle était combinée avec une limitation des demandes d'avances adressées actuellement par le Trésor. C'est ainsi seulement que les choses pourront être remises en place et que chacun, Banque et Gouvernement, n'outrepasseront

marché monétaire local, et cela, au grand profit du Trésor mais surtout de la communauté tout entière et des différentes branches de production en particulier (1). Il ne s'agirait, en somme, que d'une adaptation de la législation monétaire de la Grèce aux dernières théories de la science et aux règles récemment introduites ailleurs, adaptation qui s'est déjà suffisamment fait attendre et dont la nécessité est inéluctable en présence du développement économique continu de la plus grande Grèce.

plus leurs droits et auront une conscience entière de leurs devoirs. La Banque plus particulièrement, comprendra de quel côté elle doit orienter son activité et chercher ses profits.

Deux remarques encore :

Les actionnaires de la Banque Nationale seraient mal venus à arguer du préjudice qu'une réforme monétaire radicale pourrait entraîner pour leurs intérêts, vue la hausse exceptionnelle et rapide de leurs actions en bourse (7.710 drachmes à la première bourse de 1920, sur une valeur nominale de 1000 drachmes), et l'importance croissante des dividendes distribués (320 drachmes par action pour l'année 1919).

Dans les discussions relatives à la Banque Nationale, qui reviennent de temps à autre, il faut toujours se garder d'être influencé par des arguments inspirés par des intérêts privés et des rivalités de banques ou de personnes, au sujet d'une question qui ne doit être examinée qu'au point de vue du bien public,

(1) Car, s'il est déjà essentiellement maladroit que l'Etat abandonne en grande partie une des ressources dont il est le bénéficiaire normal au profit d'un établissement particulier, et s'il est encore vrai qu'à ce point de vue la dernière Convention passée avec la Banque Nationale a apporté une certaine amélioration, il reste néanmoins inadmissible que le Gouvernement abandonne, de droit ou de fait, une des questions intéressant au plus haut degré la vie économique d'une Nation, à l'action insuffisamment réglementée, contrôlée et surveillée d'une seule banque, qui n'est, en somme, qu'une société privée par actions.

CHAPITRE TROISIÈME

LE SYSTÈME Γ X M B, COMPARÉ AUX RÉGIMES MONÉTAIRES S'EN RAPPROCHANT, ACTUELLEMENT EN VIGUEUR, ET EXAMINÉ COMME BASE POSSIBLE D'UNE ORGANISATION MONÉTAIRE ET DE CHANGE INTERNATIONALE

SECTION I

Les réformes monétaires analogues au système
Γ X M B, introduites dans les autres pays.

§ 1. — *Le Gold-Exchange Standard dans les pays à circulation d'argent.*

Après l'étude détaillée qui précède sur le système
Γ X M B et l'ensemble du régime de circulation et de
change de la Grèce, par rapport aux autres organisa-
tions monétaires, et sur les modifications dont il pour-
rait être l'objet, nous en avons fini avec tout ce qui se
rapporte directement à la législation monétaire de la
Grèce. Il reste néanmoins à démontrer plus particuliè-
rement qu'il n'a été fait jusqu'ici, que le système Γ X M B
n'est pas un événement isolé, mais qu'il est l'indice
d'un changement radical et très sensible dans les con-

ceptions prévalant dans le monde, relatives à la circulation et à la réglementation du change.

Ce changement peut-être constaté, aussi bien dans des études théoriques remarquables dont les principales sont indiquées dans la Bibliographie, que dans des mesures législatives appliquées déjà avant la guerre avec succès par plusieurs Etats, et dont la justesse de conception et l'opportunité ont été confirmées par l'expérience acquise pendant cette dernière guerre et ont provoqué l'adoption de mesures monétaires semblables par d'autres pays.

La meilleure méthode pour rendre tangible l'existence indéniable de cette évolution est donc, nous semble-t-il, de résumer aussi brièvement que possible certains des systèmes monétaires introduits avant la guerre et certaines des combinaisons appliquées depuis, qui s'inspirent des mêmes principes récents que la loi grecque de 1910. C'est ce que nous allons entreprendre dans la présente section et c'est ce qui nous permettra d'envisager dans celle qui suivra, la possibilité, l'opportunité et les chances de succès d'un système de circulation et de change universel, basé sur ces conceptions nouvelles.

Disons avant tout, que les régimes monétaires se rapprochant le plus du système grec, sont principalement ceux des pays qu'on appelle, depuis l'application d'une politique inspirée de principes analogues à ceux dudit système, pays à étalon d'échange d'or Gold-Exchange Standard).

Les affinités entre ces organisations monétaires et le régime de la loi Γ X M B sont même telles, qu'on peut, à la rigueur, classer ce dernier dans le cadre du ré-

gime du Gold-Exchange Standard (1). Il nous semble, cependant, qu'en présence du fait que la loi de 1910 constitue une expérience isolée, nullement inspirée des applications antérieures du Gold-Exchange Standard, introduite dans un milieu économique et dans des circonstances différentes et possédant des particularités et des perfectionnements qui lui sont propres, on peut aussi la considérer comme constituant, dans son ensemble, un système distinct. C'est, d'ailleurs, en partant surtout de cette conception, qu'il nous a paru intéressant d'entreprendre son étude (2). Cette conception sera certainement confirmée par les explications et comparaisons qui vont suivre.

Tout d'abord, on peut trouver une ressemblance très marquée, entre le système de la loi I X M B et la politique appliquée dans un certain nombre de pays à circulation d'argent, tels que la plupart des pays d'Extrême-Orient, en particulier les Indes.

Tous ces pays à étalon d'argent se trouvent dans une situation analogue à celle des Etats à papier-monnaie, étant donné que leur monnaie légale, c'est-à-dire la monnaie en circulation chez eux, ne peut pas servir

(1) C'est ce que pense *M. Withers* : « ... Le système grec, — dit-il — est simplement *une variation* de l'étalon d'échange d'or, introduit aux Indes et ailleurs, longtemps avant qu'il soit adopté par la Grèce. Par lui un pays régleme son change au moyen d'une balance créditrice tenue dans un ou plusieurs centres étrangers, sous forme de traites ou autres sécurités la composant soit en totalité, soit avec une certaine partie d'or... » (*Economist* », le 18 mai 1918, p. 770).

(2) Voir t. I. page 12 note 4.

pour les paiements à faire à l'étranger, dans les pays à étalon d'or, telle l'Angleterre (1).

Aussi, par suite de la baisse de la valeur de l'argent par rapport à l'or, ces pays ont-ils connu tous les effets défavorables de la dépréciation de leur monnaie légale et ont-ils été aux prises avec des difficultés énormes, à cause des fluctuations constantes de leur change, qui en furent la conséquence.

Devant cette situation, et ne pouvant ou ne voulant abandonner l'étalon d'argent, ces pays ont été amenés à adopter un système qui leur permet d'être traités en pays à étalon d'or, au point de vue du change, et qui a pris par là le nom de Gold-Exchange Standard. Voici maintenant, quels sont les traits essentiels de la réforme à laquelle la plupart des pays à étalon d'argent ont eu recours pour arriver à écarter les inconvénients signalés ci-dessus.

Il est utile d'examiner d'abord, en y insistant plus spécialement, la réforme monétaire de l'Inde Anglaise(2),

(1) Avec laquelle la plupart des pays à étalon d'argent, et particulièrement les Indes, se trouvent dans des relations économiques très nombreuses.

(2) Voir en tant que document officiel se rapportant au sujet, les rapports des différentes Commissions anglaises, chargées d'étudier la question de la circulation et du change des Indes, et plus particulièrement : 1° « Indian Currency Committee. — Report of the Committee » (London, 1898, 3 vol.); 2° « Royal Commission on Indian Finance and Currency. — Final Report of The Commissions. » (London, 1914); 3° « East India-Committee on Indian Exchange and Currency. — Report of the Committee (London, 1920).

En fait d'ouvrages traitant la réforme indienne, signalons parmi une bibliographie abondante : 1° *E. W. Kemmerer*, « *Modern currency Reformes* », p. 3-152 (New-York, 1916);

puisqu'elle fut la première de son genre (1), et l'expérience qui a donné naissance à la théorie du Gold-Exchange Standard, sur laquelle ont été basées les réformes d'autres pays se trouvant dans une situation analogue (2).

On a créé en Inde Anglaise une réserve d'or suffisante pour que tout individu ayant à faire un paiement en or à l'étranger, soit assuré de pouvoir échanger ses monnaies d'argent contre de l'or, à un taux fixe qui consacrait la baisse effective moyenne subie par la monnaie d'argent. Toutefois, il ne faut pas croire que la réserve d'or ainsi créée, se trouve nécessairement aux Indes. De fait, la presque totalité de cet or se trouve à Londres, de sorte que l'Indou qui a des paiements à faire en Angleterre, ne reçoit qu'une lettre de change tirée sur la réserve d'or déjà constituée, et peut ainsi fournir à son créancier anglais, la somme qu'il lui doit en or, avec des frais minimes et sans variation de change (3).

2° *M. Keynes*, « *Indian Currency and Finance* » (London, 1913); 3° *S. Doraiswami*, « *Indian Finance, currency and Banking* » (Mylapore : Madras, 1914); 4° *Paul Alglave*, « *La question monétaire en Extrême-Orient* », dans les « *Questions Monétaires Contemporaines* » (1905); 5° *Spalding*, « *Eastern exchange, currency and Finance* » (London, 1917).

(1) Quoiqu'on puisse déjà trouver, depuis 1877, une organisation monétaire à étalon d'échange d'or dans les Indes Orientales Hollandaises (Java). Mais cette expérience n'était presque pas connue en dehors des limites de cette colonie.

(2) Elle a été introduite en deux fois entre les années 1893 et 1899, et visait au début à faciliter le passage de l'étalon argent à l'étalon or. Et, vu son succès, elle a été conservée depuis jusqu'à ce jour.

(3) Cette réserve d'or est, en réalité, composée de deux fonds distincts, dont la constitution et le but spécial sont différents

Ici se posent trois questions qui viennent tout naturellement à l'esprit :

1° Par quel moyen cette réserve d'or a-t-elle pu être constituée ?

C'est que le Gouvernement de l'Inde avant d'appliquer la réforme dont nous venons de parler, a mis en pratique la contre-partie de celle-ci (1), c'est-à-dire qu'il s'est engagé à livrer à tout venant, des roupies d'argent contre de l'or (effectif ou représenté par une traite tirée sur Londres), au taux indiqué plus haut. Cela lui a permis de constituer un stock d'or suffisant (2)

mais dont la destination est toujours celle qu'on vient d'indiquer.

Le premier est le « fonds d'échange de billets » (paper currency reserve) étant donné qu'il y a aux Indes une circulation fiduciaire de grosses coupures remboursables en argent à l'intérieur. Elles sont dorénavant remboursables en or à l'étranger, au taux officiel, au moyen du fonds dont on parle. Il consiste dans sa totalité, en or effectif.

Le deuxième fonds est la « réserve d'étalon d'or » (Gold Standard Reserve). Il sert plus particulièrement comme fonds d'échange des roupies d'argent, ou, inversement, de fabrication de roupies monnayées. Il consiste donc en argent effectif, mais aussi, en attendant, en des placements à court terme, en valeurs sterling et plus particulièrement, en fonds britanniques, dont les arrérages sont régulièrement capitalisés et placés.

(1) En vertu de la loi votée par le Conseil législatif de l'Inde le 25 juin 1893.

(2) Le fait que la majeure partie du stock d'or ainsi constitué, se trouvait à Londres, s'explique par la circonstance que les Indoues ne se dessaisissaient pas facilement de l'or effectif qu'ils avaient entre les mains, car ils avaient pris l'habitude, vu la confiance que ce métal leur inspirait, de le thésauriser. Ce phénomène de la thésaurisation est également propre à l'Egypte, ainsi que nous le verrons au sujet de la réforme monétaire de ce pays.

qui l'a mis à même de prendre bientôt l'engagement réciproque de donner, au même taux légal, de l'or contre des roupies (1).

2° Comment ce double système pourrait-il continuer de fonctionner dans le cas où le cours de l'argent-métal viendrait à baisser, ce qui devrait fatalement entraîner la multiplication de la roupie et, par conséquent, la baisse de sa valeur au-dessous du taux fixé légalement (2) ?

Pour remédier à cet inconvénient, il n'y avait qu'un seul moyen : suspendre la frappe libre de la roupie (3). Et le Gouvernement de l'Inde a tout de suite compris que la condition préalable d'une réforme de ce genre, était la suspension de la frappe libre de l'argent et l'établissement d'un contrôle sur les quantités de roupies frappées. Aussi a-t-il fermé les Hôtels des Monnaies à la frappe des particuliers et est ainsi arrivé à maintenir dans la pratique le taux d'échange fixé légalement (4).

3° Qu'adviendrait-il si la demande d'or venait à dé-

(1) Conformément à la loi du Gouvernement de l'Inde, du 15 septembre 1899.

(2) Il est évident que personne ne se serait soucié d'apporter son or au Gouvernement, pour avoir en échange des roupies au cours fixé officiellement, du moment qu'il aurait pu acheter avec cet or de l'argent-métal, lequel une fois frappé, lui aurait permis de se procurer une somme de roupies supérieure. Et inversement tout le monde se serait empressé d'échanger auprès du Gouvernement ses roupies dépréciées contre de l'or, au taux officiel. Or, ce courant aurait vite épuisé les réserves d'or du Gouvernement et amené, par là même, l'impossibilité de fonctionnement du système introduit.

(3) Quant à la frappe libre du souverain dans l'Inde, il ne peut pas, naturellement, en être question.

(4) Le besoin de roupies monnayées s'étant fait sentir, le Gouvernement n'a pas cessé d'en faire frapper de 1884 à 1905.

passer l'offre et si cette situation durait pendant un certain temps ?

Pour qu'une pareille éventualité put se produire, il faudrait que la balance des comptes de l'Inde avec les pays à étalon d'or, tourne au désavantage de celle-là. Mais le Gouvernement pensait que, dans des circonstances ordinaires, il n'avait pas à craindre ce danger. Il se réservait quand même le droit, en cas de difficulté, c'est-à-dire en cas d'une demande persistante d'or, de suspendre la vente de l'or contre des roupies. Or, il n'a jamais tenu à s'en prévaloir, sachant que cela équivalait au retour des oscillations des cours de la roupie (1).

Telles sont les principales lignes de la réforme monétaire qui fut introduite aux Indes et qui n'a cessé d'y fonctionner (2).

(1) Ainsi, en 1907-1908, malgré la mauvaise récolte de cette année-là et les demandes réitérées d'or qui s'ensuivirent, le Gouvernement préféra maintenir le fonctionnement du système en dépit de la très importante diminution de son stock d'or, qui en fut le résultat.

Voici comment s'est exprimé à ce sujet, le ministre des Finances du Gouvernement de l'Inde, au moment de l'introduction du budget de 1910-1911 : «... Nous avons traversé avec succès une crise financière et une famine. Mais il y a eu pour le monde des affaires, des jours plus sombres que ceux d'octobre 1907 et, dans l'Inde, des famines plus longues et plus généralisées que celle dont nous sommes heureux de voir maintenant le terme. Mon désir est que nos ressources en or deviennent assez fortes pour nous permettre de passer, non une seule année, mais deux années, d'exportations réduites, et de soutenir le change pendant une période au moins double de celle pendant laquelle nous l'avons maintenu au pair en 1908. Je ne dis pas que même en ce cas, je considérerais notre position comme absolument sûre... »

(2) Après avoir subi certaines modifications secondaires dans ses modalités d'application.

Si on veut comparer cette réforme avec celle de la loi grecque de 1910, on est frappé de la ressemblance qui existe entre elles. Car, abstraction faite de la différence fondamentale que, dans l'un des deux cas il s'agissait de stabiliser une monnaie d'argent et dans l'autre une monnaie de papier, les procédés employés dans les deux systèmes pour arriver à cette stabilisation sont sensiblement les mêmes. Cette similitude est assez apparente par elle-même. Deux points cependant sont à retenir :

a) Une pareille réforme n'est possible qu'à condition que la monnaie circulant dans le pays soit en rapport avec ses besoins monétaires et, par conséquent, conserve pratiquement une valeur égale à celle fixée par la loi (1).

b) Pour qu'une réforme de ce genre puisse fonctionner, il faut que la balance des comptes du pays soit favorable par elle-même et dans son ensemble, ou tout au moins, que l'équilibre de cette balance soit assuré et qu'un déséquilibre éventuel ne se prolonge pas trop longtemps (2).

La réforme monétaire indienne ayant réussi, d'autres pays à étalon d'argent s'en sont inspirés et, plus particulièrement : les Etats-Unis en 1903, pour la fixation du

(1) C'est seulement à cette condition qu'on peut admettre comme juste le point de vue des nominalistes (voir pages 207 et suivantes).

(2) Les effets du rapport existant entre le montant de la circulation et la situation de la balance économique, ne pouvant pas toujours jouer et intervenir à temps (voir pages 211 et suivantes).

régime monétaire des Philippines (1), le Mexique en 1904 (2), et l'Angleterre en 1906, pour la réforme monétaire de la Colonie des Etablissements des Détroits (Straits settlements) (3).

L'étude de toutes ces réformes nous conduirait trop loin et serait peut-être superflue, en ce sens qu'étant dans leurs grandes lignes semblables au système Indien,

(1) Sur la réforme monétaire des Philippines, consulter surtout : *E. W. Kemmerer, op. cit.*, 245-388, et *Root. L. Carroll*, « The currency question in the Philippines (Sound currency, March, 1901).

(2) Le Mexique et la Chine ont proposé en 1903, aux Etats-Unis, et par l'intermédiaire de ces derniers aux Puissances européennes ayant des intérêts en Asie (plus particulièrement à la Grande-Bretagne et à la France), l'établissement d'un rapport fixe et commun entre les monnaies d'or et celles d'argent circulant dans le monde, au grand profit tant des pays à étalon d'argent que de ceux à étalon d'or. Mais cette proposition, soutenue par les Etats-Unis, a échoué devant le refus de l'Angleterre et de la France, de régler le monnayage d'argent pour leurs colonies, sur la base déjà adoptée par le Japon et par les Etats-Unis pour les Philippines (Voir *Aug. Arnauné*, « La Monnaie, le Crédit et le Change », Paris, 1913, p. 394 et suiv.); ainsi que les deux Rapports de la Commission Américaine : « Stability of international exchange, Report of the introduction of the Gold Exchange Standard into China and other Silver-using countries » (Washington, 1903 et « Gold Standard in international trade, Report on the introduction of the Gold Exchange Standard into China, the Philippine Islands, Panama and other silver-using countries and on the Stability of Exchange, » (Washington, 1904).

Sur le régime monétaire de la Chine, voir *D^r Vissering* : « On Chinese currency » (Amsterdam, 1914); et *Ki Tson Mong*, « Etude sur la réforme monétaire en Chine, » (Paris, thèse, 1920).

(3) Voir à ce sujet : *E. W. Kemmerer, op. cit.*, 391-463, et *A. Huttenbach*, « The Silver Standard and the Straits currency question (Singapore, 1903).

elles présentent les mêmes ressemblances et les mêmes différences, à peu près, que ce dernier avec le système grec.

Pourtant, nous ne pouvons point ne pas consacrer quelques lignes au système monétaire des Philippines, car ce système, bien qu'inspiré de la réforme des Indes, a donné naissance à une organisation plus complète et fut basé sur une doctrine d'une envergure beaucoup plus étendue, de sorte qu'il a pu être considéré depuis comme «... le modèle de toutes les organisations analogues du Gold-Exchange Standard, dans les pays en proie au même malaise monétaire... » (1), qu'il s'agisse de pays à étalon d'argent ou de pays à circulation de papier inconvertible.

L'auteur de cette organisation et surtout de cette doctrine est M. Ch. A. Conant (2). le principe préconisé par Conant consiste à ne pas chercher à remplacer par de l'or la monnaie dépréciée circulant dans le pays, mais à se contenter à assurer la stabilité de cette monnaie intérieure à un taux fixé, et sa convertibilité à ce même taux en or, pour les paiements à faire à l'étranger. Se

(1) Comme le fait remarquer M. L. Polier, dans un article sur « La Caisse de Conversion Argentine et la crise de la Guerre Européenne », paru dans la *Revue d'Economie Politique* (1917) p. 81-110.

(2) Qui a été envoyé, en 1901, par le Gouvernement américain aux Philippines, avec mission d'étudier la question monétaire. (Voir ses deux rapports : « A special report on coinage and banking in the Philippine Islands, made to the secretary of war November, 25, 1901 » (Washington, 1901). « Stability of international Exchange, Report on the introduction of the Gold-Exchange Standard into China and other silver-using countries » (Washington, 1903).

basant sur ce principe, Conant a suggéré la conservation de l'argent dans la circulation intérieure des Philippines et la fixation d'une valeur déterminée, à l'unité monétaire, laquelle devrait toujours se maintenir au pair, au moyen d'une limitation des émissions, la frappe étant réservée au Gouvernement, et au moyen d'une dotation initiale de ce Gouvernement de réserves en or, déposées dans les principaux centres étrangers.

Ainsi, quiconque aurait des paiements à faire à un pays étranger serait sûr de trouver, à un taux fixe, une traite sur ce pays, tirée sur un des dépôts en question. De même quiconque serait possesseur d'or à l'étranger, pourrait échanger, dans les mêmes conditions, son or contre de la monnaie circulant légalement dans le pays. De l'avis de Conant, avec ce système, la fixité du change ainsi que l'élasticité et la sécurité de la circulation, ne pouvaient qu'être assurés.

Des dispositions conformes à ces vues, ont été insérées dans la loi du 2 mars 1903, qui a fixé le régime monétaire des Philippines. Il a été créé un piastre d'argent spécial, le « peso », frappé par le Gouvernement colonial, ayant cours légal illimité et une valeur fixe (1), ainsi qu'un fonds de réserve, dit « d'étalon d'or » (gold Standard fund), formé au moyen de l'émission de bons à court terme (2) et destiné à assurer la parité cons-

(1) Deux pesos d'argent équivalent à un dollar d'or des Etats-Unis. La réforme a été naturellement combinée avec plusieurs mesures visant le resserrement de la circulation existante. Le poids et le titre du peso ont été modifiés en 1906, la valeur du métal-argent ayant haussé, mais le rapport avec l'or, et par là, le fonctionnement du système, restent toujours les mêmes.

(2) Remboursables en monnaie d'or des Etats-Unis ou en monnaie légale des Iles.

tante entre le peso et la monnaie américaine, ce qui revient à dire avec l'or (1).

Sans nous appesantir sur les conditions de succès d'un pareil système et sur les points communs au système des Philippines et à celui de la Grèce, il suffit d'indiquer la différence qui consiste en ce qu'en Grèce les dépôts de change à l'étranger, loin d'être constitués par une dotation initiale du Gouvernement, se sont formés spontanément et accrus régulièrement par le simple jeu du système de la loi Γ X M B. Par contre, il y a une ressemblance caractéristique : les réserves de l'un et de l'autre de ces deux systèmes, au lieu de consister dans leur totalité, en métal improductif, sont représentées par des disponibilités remboursables en métal et portant intérêt.

§ 2. — *Le Gold-Exchange Standard dans les pays à circulation de papier inconvertible.*

Si les pays à étalon d'argent ont été amenés à recourir à une réforme pour arriver à la fixité de leur monnaie légale par rapport à l'or et, par là, à la stabilité du change, pour beaucoup de pays à monnaie de papier inconvertible, la nécessité de remédier à la dépréciation du papier-monnaie et à la détérioration du change, était naturellement beaucoup plus pressante.

Les Républiques de l'Amérique du Sud se trouvaient, à ce point de vue, dans une situation particulièrement désagréable. Devant cet état de choses, certaines d'entre

(1) Par l'échange au pair officiel, de chacune de ces deux monnaies contre l'autre, dans des conditions analogues à celles qui ont été déjà expliquées.

elles ont procédé à une réforme monétaire qui a été, presque partout, couronnée de succès (1), et qui a réalisé un résultat presque semblable à celui de la réforme indienne, au moyen de l'introduction de l'institution des caisses de conversion.

Prenons comme exemple de ce type de réforme, celle de l'Argentine. Cette République a tout de suite compris que le point de départ de toute réforme, devait être l'arrêt des émissions de papier. Mais quel pouvait être le but final de la réforme ?

Elle a d'abord pensé que ce but devait être la restauration de la circulation métallique, par le retrait graduel des billets déjà émis jusqu'à ce que la valeur de la piastre-papier étant remontée au pair par suite de ces retraits, le Gouvernement puisse réaliser son but final, c'est-à-dire l'échange à vue des billets contre de l'or au pair et *vice versa* (2). C'est dans cette intention que la caisse de conversion a été constituée (3). Elle a été dotée à cet effet d'un fonds de conversion en or, provenant de toute une série de ressources (4).

(1) C'est-à-dire dans tous les pays où les conditions économiques existantes permettaient une pareille réforme, et où cette dernière a été introduite avec les garanties voulues et n'a pas été amenée à dévier de son but par suite de l'intervention arbitraire ou de la maladresse du Gouvernement.

(2) La réalisation de ce but était d'autant plus à envisager, que la balance des comptes de l'Argentine lui était normalement favorable.

(3) Par la loi du 3 octobre 1890.

(4) Pour plus de détails, voir : *V. Masson-Forestier* : « Les Caisses de conversion de la République Argentine et du Brésil (Paris, 1912) ; *Samuel Rosso*, « La Caisse de conversion argentine » (Toulouse, 1916) ; *V. Subercazeaux*, Les caisses de con-

Mais le Gouvernement argentin a été vite amené à comprendre que le retrait des billets n'était pas si facile à effectuer, et que la caisse de conversion aurait tardé à devenir suffisamment puissante pour substituer son or au papier. Aussi, abandonnant provisoirement son projet de conversion définitive, il organisa en 1899 (1) un régime transitoire qui, en fait, devint permanent et qui constitue précisément l'innovation monétaire dont nous voulons parler.

Après avoir fixé légalement la valeur de la piastre-papier à un taux qui consacrait la perte réelle d'alors de ce papier vis-à-vis de l'or (2), le Gouvernement a décidé que la caisse de conversion deviendrait dorénavant un bureau d'échange destiné à délivrer, au taux déjà indiqué et sans frais, des billets de monnaie légale qu'elle recevait le droit d'émettre dans ce but, en échange de l'or qui pourrait être importé de l'étranger et, inversement, à rendre cet or, toujours au même taux, contre des billets, en vue des paiements à faire par les particuliers à l'étranger.

version de la République Argentine et du Brésil » (*Journal des Economistes*, novembre 1912); V. Nogaro, « Les dernières expériences monétaires et la théorie de la dépréciation » (*Revue Economique Internationale*, 1908); J. Lyon, « La politique monétaire de l'Argentine et du Brésil » in « Questions monétaires contemporaines, » (Paris, 1905); L. Polier, « Le problème monétaire et ses aspects actuels » (*Revue du Mois*, janvier 1911, ainsi que l'article de ce même auteur cité plus haut.

(1) En vertu de la loi du 27 octobre de cette année-là.

(2) La prime de l'or était fixée à 127,27 0/0, ce qui donnait comme valeur de la piastre-papier exprimée en or : 1 piastre-papier = 44 centavos or (la piastre se divisant en 100 centavos).

Cette réforme fut complétée par l'autorisation accordée à la Banque de la Nation, d'utiliser le fonds de conversion déjà constitué de la façon que nous avons exposée, à la négociation de traites sur l'étranger.

Le succès de ce système doit être attribué, ici encore, à l'existence des deux conditions indispensables que nous avons déjà indiquées à propos de la réforme indienne et qui ont également contribué au succès du système grec, à savoir : *a*) arrêt complet de l'émission de nouveaux billets, sauf ceux émis par la caisse de conversion, pour être échangés contre de l'or ; *b*) existence d'une balance des comptes favorable dans son ensemble, étant donné que la caisse en question n'avait aucune dotation métallique, pour procéder à ses échanges (1).

Il ne faut pas croire, cependant, que le système des caisses de conversion ressemble en tous points au système grec, car il existe entre eux deux différences essentielles : 1° Tandis que les billets grecs peuvent, en principe, être émis dans le but de l'achat, aussi bien d'or effectif que de traites, c'est-à-dire de l'or à l'étranger, et *vice versa*, les billets argentins ne peuvent être échangés que contre de l'or ; 2° tandis que le système grec, introduit après une période de diminution progressive de la circulation et de redressement de la balance des comptes, a pu fixer la valeur de la drachme au pair or, la réforme argentine n'a pu arriver à obtenir

(1) Puisque le fonds de conversion déjà constitué depuis 1890, devenait dorénavant une institution séparée et que son action régulatrice par la politique des devises ne pouvait être que très limitée.

cette fixité qu'en consacrant la perte de la piastre-papier par rapport à l'or.

La République Argentine n'a fait, en cela, que suivre l'exemple d'autres pays (comme la Russie) (1) qui avaient réalisé ainsi l'assainissement de leur système monétaire (2).

L'Argentine n'est pas la seule à avoir procédé à ce genre de réforme. Le système des caisses de conversion, avec des modalités diverses, a été largement appliqué de l'autre côté de l'Atlantique. Il serait intéressant de résumer les particularités et les vicissitudes de ces différents cas d'application. Mais l'absence de ce résumé ne peut pas nuire beaucoup à notre sujet principal, d'autant plus que l'existence d'une bibliographie assez nourrie peut combler cette lacune (3).

Ce qui est significatif et ce qu'il ne faut pas passer

(1) Sur la réforme monétaire russe, voir *A. Wagner* : « Die Russische Papierwährung » (1871). Voir aussi *P. Cahen* : « L'abolition du cours forcé en Russie et en Autriche », et *E. Fochier* : « La circulation fiduciaire et les crises du change en Italie et en Espagne, in « Questions Monétaires Contemporaines » (Paris, 1905).

(2) Si nous n'insistons pas sur ces réformes monétaires antérieures, c'est qu'il nous a paru préférable de n'appuyer que sur celles se rapprochant le plus du système grec.

(3) Ainsi que le fait remarquer *M. Subercaseaux*, dans l'introduction de son livre sur « Le papier monnaie » (Paris, Giard et Brière, 1920) : « ... L'histoire du papier-monnaie au Brésil, en Argentine, au Chili, au Pérou, en Colombie et dans les autres pays américains, constitue une source précieuse d'étude et de déductions... »

(4) En dehors du récent ouvrage de *M. Subercaseaux*, cité ci-dessus, voir aussi *J.-P. Calogiras* : « La politique monétaire du Brésil » (Rio de Janeiro, 1910).

sous silence, c'est que, tandis que la plupart de ces organisations du « Gold-Exchange Standard » ont été introduites, comme en Grèce, dans un but de transition avant d'arriver à l'étalon or et à la remboursabilité des billets en ce métal, les pays qui ont procédé à une pareille réforme se sont si bien trouvés de leur nouveau système monétaire qu'ils l'ont tous conservé définitivement (1).

D'ailleurs, la politique de l'achat systématique, par une banque d'émission, de change disponible sur l'étranger et de sa mise en réserve pour parer à des besoins futurs et en vue de maintenir le change au pair, constitue un procédé qui est également en honneur en Europe et qui a été appliqué dans beaucoup d'Etats puissants (2).

(1) Quoique les circonstances aient permis à beaucoup d'entre eux l'établissement du cours légal, basé sur le Gold Standard.

(2) Que cet achat soit combiné ou non avec une émission supplémentaire de billets.

Bornons-nous à rappeler la réforme monétaire de l'Autriche-Hongrie, à cause de sa ressemblance avec le système grec (voir aussi t. I page 132, note 2). Ce pays est resté, comme la Grèce, pendant très longtemps, au régime du papier-monnaie. Après une longue période de dépréciation monétaire et de fluctuation des changes, la valeur de la couronne-papier est arrivée à remonter jusqu'au pair. Mais l'Autriche-Hongrie s'est bien gardée de profiter de cette situation pour abolir le cours forcé. Aussi, bien que ce dernier régime fut, en fait, inexistant depuis longtemps, la seule monnaie en circulation dans ce pays avant la guerre était le papier.

Or, si cette situation ne comportait aucun inconvénient au point de vue de la circulation intérieure, il était, par contre, de toute nécessité de maintenir l'égalité constante de valeur entre la monnaie intérieure et la monnaie internationale, c'est-à-dire l'or, ce qui, tant qu'il y avait le cours forcé, était loin d'être assuré.

La Banque d'Autriche-Hongrie est arrivée à obtenir cette iden-

§ 3. — *Les mesures monétaires similaires au système grec prises depuis la guerre.*

Dans la période qui a précédé la guerre, le système du Gold-Exchange Standard constituait donc déjà un régime monétaire distinct, consacré par des applications multiples et soutenu par de fervents adeptes. Or, depuis l'ouverture du conflit mondial, beaucoup de nouveaux pays ont été amenés à en emprunter les principes, en présence des avantages du système et par la force même des choses.

La ressemblance de ses dernières applications avec le système grec sont frappantes. Nous n'en donnons ici que quelques exemples significatifs (1) :

1° En Egypte, jusqu'à la déclaration de la guerre actuelle, le système monétaire a toujours été le monométallisme-or, et la circulation intérieure consistait,

tité de valeur entre la couronne-or et la couronne-papier, au moyen d'une politique ingénieuse d'achat au pair d'or à l'étranger, c'est-à-dire de lettres de change tirées sur l'étranger, ce qui lui a permis de constituer des réserves de change dans les principaux centres extérieurs et de pouvoir, par conséquent, vendre au même taux des traites tirées sur ces réserves.

Il est à remarquer que la ressemblance du mécanisme adopté en Autriche-Hongrie avec le système grec, consiste surtout : 1° en ce que cette constitution de réserves de change à l'étranger, était aussi combinée en Autriche avec des émissions de papier correspondantes à l'intérieur et 2° en ce que l'élasticité de la circulation intérieure était également assurée du fait que l'émission des billets était confiée à une banque qui pouvait, dans certaines limites, faire varier le chiffre de ses propres émissions, conformément aux besoins du pays.

(1) Voir page 238.

effectivement, en ce métal (1). Cette situation tenait principalement à ce que les indigènes ne voulaient accepter que de l'or en échange de leurs produits, dans un but de thésaurisation. C'est ce qui a toujours laissé sans résultat les efforts pour introduire des billets.

Survint la guerre mondiale, qui fit apparaître une grande réserve chez les Etats européens à se dessaisir de leur métal, ainsi que des risques très graves pour le transport de l'or par mer. Devant cette situation le Gouvernement égyptien s'est trouvé dans la nécessité absolue de recourir à la circulation de papier et il adopta pour cela, un système qui se rapproche beaucoup du système grec, mais qui est moins parfait dans certains détails.

Les billets émis par la Banque Nationale d'Egypte sont couverts dans leur totalité, mais ne sont pas remboursables en or effectif, leur couverture se trouvant déposée à Londres et étant constituée par les sommes en or qui, en temps normal, auraient dû être envoyées en Egypte pour les paiements à faire dans ce pays. Dorénavant, pour arriver à effectuer ces paiements, on n'a qu'à déposer la somme nécessaire à Londres, et on reçoit l'équivalent en Egypte en billets de banque. Les agriculteurs égyptiens, ne trouvant plus sur le marché de l'or pour échanger leurs produits, ont bien été obligés de s'habituer au nouvel état de choses. Cela eut comme résultat d'empêcher la thésaurisation de l'or par les

(1) L'unité monétaire était la livre égyptienne, mais comme elle n'existait qu'en quantité insuffisante, la livre sterling, la pièce de 20 francs française et la livre turque, importées chaque année en masse pour l'achat du coton et des autres produits égyptiens, parvinrent à constituer le principal moyen des échanges.

indigènes et de forcer ceux-ci à placer leur richesse dans des buts productifs, tandis que, d'un autre côté, l'or était employé utilement à l'étranger.

On peut donc conclure que le système appliqué en Egypte depuis la guerre, a réellement réussi et qu'il constitue une preuve de plus de l'avantage qu'il y a à remplacer la circulation métallique par une circulation de papier, basée sur les principes de la loi F X M B.

Si on veut maintenant comparer le système égyptien au système grec, on constate facilement la supériorité de ce dernier, principalement à deux points de vue :

a) Tandis que dans le système grec, les disponibilités à l'étranger servant de couverture à la circulation, peuvent consister dans leur totalité, en placements productifs d'intérêt et convertibles immédiatement en or, dans le système égyptien le quart au moins de la réserve constituée, doit être nécessairement représenté par des monnaies d'or (1).

b) Tandis que dans le système grec, les dépôts à l'étranger peuvent être répartis entre tous les centres économiques mondiaux, les réserves du système égyptien ne peuvent être déposées qu'à Londres, de sorte que ce système ne peut arriver à assurer l'équilibre de la balance des comptes avec tous les pays et, par con-

(1) Cette condition a été probablement introduite dans l'intention de ne pas s'éloigner, autant que possible, des principes de l'Acte de Peel en 1844. D'ailleurs, jusqu'au mois de septembre 1916, la proportion de l'or était fixée à la moitié, et si, depuis, elle a été réduite au quart, c'est pour ne pas provoquer, dans les circonstances actuelles, un drainage considérable d'or des caisses de la Banque d'Angleterre.

séquent, la fixité des changes, que par l'intermédiaire de la métropole (1).

2° En résumant plus haut la réforme monétaire de la République Argentine, nous avons signalé qu'une des infériorités de cette réforme comparativement au système grec, consistait dans la disposition d'après laquelle la caisse de conversion ne pouvait émettre des billets que pour l'achat d'or effectif et, inversement, ne pouvait livrer que de l'or en échange du papier qui faisait retour chez elle.

La déclaration et les conséquences de la dernière guerre ne tardèrent pas à démontrer à l'Argentine les inconvénients d'un système qui persiste à considérer comme seule couverture efficace du papier l'or effectif enfermé dans les caisses mêmes de l'établissement émetteur. En effet, d'une part, les perturbations des changes, les difficultés de la navigation et l'insécurité du transport des valeurs, que l'état de guerre a entraînés et, d'autre part, le tarissement de toute source de métal jaune sur le marché argentin, par suite des mesures prises par le Gouvernement en vue d'accumuler et de garder auprès de lui tout l'or disponible dans le pays, enlevaient à ce dernier tout moyen d'opérer en or des règlements de dettes vis-à-vis de l'étranger, ce qui pouvait entraîner de graves complications de change.

Pour remédier à la situation, le Gouvernement argentin fut conduit à s'acheminer, par deux lois successives, vers une solution du problème des relations commerciales extérieures, qui se rapproche encore plus du système de la loi T X M B.

(1) Ce qui n'était pas toujours possible pendant la guerre et ce qui entraîne des frais supplémentaires.

La modification apportée consiste en ce que le Gouvernement a été autorisé à recevoir en dépôt, dans les différentes légations de l'Argentine, les sommes d'or que les commerçants et banquiers étrangers devaient payer à leurs créanciers argentins. Et en échange d'un bon de dépôt, la caisse de conversion remettait à ces derniers les sommes équivalentes en monnaie de papier. Inversement, la caisse de conversion délivrait aux débiteurs argentins de l'étranger, contre des billets, des bons représentatifs d'or, au moyen desquels la légation intéressée recevait l'ordre de verser cet or au créancier étranger (1).

On voit que cette nouvelle réforme n'a pas pu atteindre le point de perfection du système grec, puisque c'est toujours l'or effectif qui reste la seule couverture possible des billets et le seul instrument de règlement des échanges internationaux. En tout cas, elle constitue un sérieux pas en avant, puisqu'elle a enrichi le mécanisme monétaire argentin d'un nouvel élément de stabilité et d'économie.

(1) Pour des détails sur cette transformation du système monétaire de l'Argentine, voir parmi les auteurs cités, à la page 328, note 4, la thèse de *M. S. Rosso*, et l'article de *M. L. Polier*.

(2) Une dernière réforme à enregistrer est celle qui vient d'être décidée par le Gouvernement de l'Argentine. Elle constitue le dernier terme de l'évolution monétaire et bancaire de cette République, et consiste à unifier son système de circulation jusqu'ici assez compliqué : Il s'agit de la création d'une banque d'Etat, qui jouera le rôle de banque centrale d'émission sous le nom de « Banque de la République », et qui remplacera à la fois la Caisse de conversion, l'Hôtel des Monnaies et la Banque de la Nation.

D'ailleurs, en dehors de l'Argentine, dont la nouvelle réforme monétaire n'a été relatée ici qu'à titre d'exemple, plusieurs autres pays de l'Australasie et de l'Amérique du Sud, tels que le Brésil, le Pérou, etc..., se trouvèrent dans la nécessité d'apporter une modification dans le même sens à leur système monétaire.

3° Il y a plus. Tous les pays à Gold-Exchange Standard se trouvant en relations économiques avec les Etats-Unis, ont été amenés, sous la pression de cette République, à apporter, en ce qui concerne leurs réserves de change dans ce dernier pays, une troisième réforme dans leur mécanisme monétaire, réforme basée cette fois-ci, en tous points, sur les principes de la loi T X M B.

L'administration financière des Etats-Unis (1) ayant interdit aux banques de réserve de se dessaisir de pièces d'or en acompte de n'importe quel compte-courant créateur étranger chez elles, tous les Etats que nous avons indiqués plus haut et qui possédaient des dépôts en or aux Etats-Unis servant de couverture à une partie de leur circulation de papier, se sont vus obligés d'admettre comme couverture suffisante de ce papier, toutes sortes de disponibilités sûres déposées à New-York, pourvu qu'elles soient immédiatement réalisables (2).

(1) En vertu d'une proclamation du Président Wilson, le ministère des Finances (Treasury Department) et le Bureau Fédéral de Réserve (Federal Reserve Board), possède le droit, depuis la guerre de contrôler la circulation métallique ou fiduciaire, ainsi que de réglementer et orienter toutes les opérations de change vers la voie la plus compatible avec les intérêts des Etats-Unis.

(2) Dans ce but, tous ces Etats ont passé des arrangements successifs avec les Etats-Unis, conformément auxquels les

On peut donc dire qu'en ce moment, la réglementation des changes et de la circulation fiduciaire des Etats en question fonctionne, en majeure partie (1), d'une façon absolument identique à celle du système *FXMB* (2).

4° Enfin, dans le courant de 1917, un Etat européen, la Norvège, est entrée dans la même voie. Ce pays sur l'initiative d'un de ses représentants financiers aux Etats-Unis, et pour des raisons analogues à celles que nous avons relatées plus haut, a voté une modification de ses règles d'émission, d'après laquelle des disponibilités déposées aux Etats-Unis et consistant en titres ou effets de tout premier ordre, et immédiatement réalisables en or, peuvent servir de couverture à une émission équivalente de billets en Norvège.

En vertu de cette modification, ce pays a acheté au moyens de ses disponibilités en Amérique (3), et déposé à New-York, une grande quantité de valeurs anglaises à 5 1/2 0/0 lesquelles, tout en assurant une réalisation

Banques de réserve s'engageaient à leur fournir, en paiement des traites tirées sur leurs dépôts chez elles, du papier équivalent à de l'or.

(1) Non seulement par suite de l'importance de leurs rapports économiques directs avec les Etats-Unis, mais aussi en raison de ce qu'ils se servent habituellement de l'intermédiaire de la place de New-York, pour tous leurs règlements internationaux.

(2) Les mesures ci-dessus prises par les Etats-Unis, ne purent naturellement, affecter nullement le système grec, dont les réserves dans ce pays consistaient déjà en simples dépôts à vue auprès des banques américaines.

(3) Provenant surtout des frêts payés à la Marine marchande norvégienne.

immédiate, une sécurité absolue et un intérêt élevé, servent en même temps à couvrir une grande partie de la circulation fiduciaire actuelle de la Norvège (1).

Il n'est même pas nécessaire d'indiquer qu'il s'agit ici d'un système de circulation et d'une politique de change basés absolument sur les principes de la loi grecque de 1910.

5° Mais là où on peut trouver une reconnaissance implicite de la part des Grandes Puissances, des avantages et de l'utilité d'un système monétaire établi sur les principes du système grec, c'est dans l'introduction par la France, l'Angleterre et les Etats-Unis, à Arckangel, d'un système provisoire de circulation et de change, dont voici les principales lignes :

Ces trois Puissances ont émis à Arckangel, par l'intermédiaire de leurs représentants financiers et pour le paiement des dépenses de leurs armées respectives en Russie du Nord, un nouveau rouble-papier, dont la valeur a été fixée à 6 penns anglais et, à un taux équivalent, pour les monnaies française et américaine. Pour que la valeur ci-dessus puisse être effectivement et continuellement assurée, les roubles-papiers ainsi émis étaient couverts intégralement par le dépôt de la part des trois Gouvernements, auprès de leurs banques d'émission respectives, d'une somme en monnaie nationale, équivalente aux roubles émis par leurs représentants financiers à Arckangel.

Ce procédé a pu faciliter, non seulement les dépenses

(1) Cette attitude de la Norvège, a même été relevée par le *New-York Tribune* du 20 novembre 1917, comme une marque de plus des sentiments ententophiles de ce pays.

militaires des Alliés en Russie du Nord, mais aussi le règlement à un taux fixe et sans transfert de fonds, des importations et exportations réciproques, entre le commerce de ce dernier pays et les trois grandes Puissances.

Ceci suffit à démontrer que le système employé par les Alliés en Russie du Nord, est absolument semblable de point en point, au système fonctionnant déjà en Grèce depuis 1910.

Peut-on voir dans cette tentative l'esquisse d'un mouvement visant la mise en application dans le monde d'un mécanisme qui, par une organisation commune, serait destiné à résoudre le problème actuel de la circulation et des changes, et à les réglementer d'une manière plus satisfaisante et moins onéreuse ?

Il serait téméraire de l'affirmer. L'idée d'une solidarité universelle en matière de réglementation des changes, et de la création d'une monnaie internationale acceptée et circulant dans tous les pays, et garantie collectivement, ne nous paraît pas encore assez mûre, d'autant plus qu'elle se heurte à des obstacles sérieux d'égoïsme et d'intérêt national, ainsi qu'à des difficultés ardues d'application. Mais si la réalisation d'une pareille idée paraît difficile, est-elle au moins possible et est-elle opportune ? — C'est ce que nous tâcherons d'examiner dans la section suivante, dans laquelle nous nous appliquerons plus particulièrement à rechercher si l'expérience du système grec et son mécanisme ingénieux, pourraient servir de base à une organisation monétaire internationale, capable d'apporter une solution aux grands problèmes actuels de circulation et de change.

SECTION II

La possibilité, l'opportunité et les chances de succès d'une organisation monétaire internationale, basée sur le système I X M B.

§ 1. — *Les projets d'entente monétaire internationale.*

L'aspiration générale à une solidarité universelle plus étroite dans l'avenir, qu'ont suscitée les terribles événements des cinq dernières années, combinée avec le désir de trouver une solution aux difficiles problèmes d'ordre économique que la guerre a posés, ont donné naissance dans ces derniers temps, à toutes sortes de projets d'entente économique, financière voire même monétaire, entre les différentes nations.

En ce qui touche plus particulièrement les problèmes monétaires : les émissions excessives dans la plupart des pays, de billets à cours forcé, le déséquilibre énorme des différentes balances des comptes, la situation anormale et les fluctuations accentuées des cours des changes qui en résultent, enfin, l'impossibilité de remédier, par les moyens habituels et pendant un certain temps, à l'un ou à l'autre de ces phénomènes, poussent naturellement les esprits à la recherche de procédés nouveaux, destinés à être d'autant plus radicaux et salutaires, qu'ils seront appliqués à la fois par un plus grand nombre de pays. Certains même des procédés ainsi proposés prétendent résoudre en même temps que les problèmes monétaires qui viennent d'être indiqués, celui résultant des charges financières que la guerre a léguées aux différents Etats.

C'est ici que se place la question de savoir si le système grec ne pourrait pas servir de base à une solution de ce genre. C'est ce que pense M. Larkworthy, lequel mène, depuis quelques années, une campagne inlassable (1) en faveur de l'adoption par le monde entier, du système I X M B.

Avant d'aborder l'examen de cette proposition de M. Larkworthy, résumons certains des projets analogues suggérés dernièrement. Nous serons ainsi mieux placés pour traiter notre sujet principal.

Tout d'abord, M. André Citroën, propose (2) la création d'une Banque des Nations, qui émettrait des billets de banque internationaux pour une somme égale aux charges financières de toutes sortes, de toutes les Nations belligérantes, et qui seraient répartis parmi ces Nations au prorata de leurs besoins (3). L'unité monétaire de ce billet à circulation universelle, constituerait une monnaie tout-à-fait nouvelle, à laquelle M. Citroën a donné le nom de « Simplex » (4).

La mise en application d'un pareil projet, aurait, selon son auteur, le résultat : de liquider d'une manière

(1) Dans ses écrits déjà cités page 3 note 2 du t. I., et page 172 note 1.

(2) Dans le *Petit Parisien* des 5 et 11 août 1917, sous le titre : « Un horizon nouveau ». Le problème financier résolu dans tous les pays belligérants, par le *Simplex*.

(3) Au moyen de ces billets, les différents Etats rembourseraient tous les emprunts de guerre déjà contractés, remplaceraient leurs billets actuellement en circulation, solderaient leurs dépenses non encore réglées, paieraient les indemnités aux sinistrés et les pensions viagères, etc...

(4) Cette monnaie vaudrait un tiers de gramme d'or, c'est-à-dire 1,03 franc-or.

idéale, toutes les dépenses de la guerre, en soulageant ainsi le monde du fardeau des milliards d'impôts qu'il aura à payer pendant des générations entières, de fournir en quantités énormes l'argent liquide nécessaire pour la reprise d'une activité et d'une prospérité économiques sans précédent, enfin d'équilibrer d'une façon presque automatique les différentes balances des comptes et de résoudre ainsi le problème des changes.

Vient ensuite le système de *M. Maurice Duclos* (1), qui ne diffère du précédent qu'en ce que l'unité monétaire qu'il préconise, aurait une valeur beaucoup plus grande (2), étant donné qu'elle ne serait pas destinée à se substituer totalement à la monnaie nationale de chaque pays dans la circulation intérieure, mais qu'elle ne servirait que pour les règlements internationaux. Les avantages de cette combinaison seraient à peu près analogues à ceux du projet Citroën.

Enfin, dernièrement encore *M. Jean Brunhes*, proposait une solution du même genre (3), mais d'un caractère plus positif et plus modeste dans ses buts (4). Elle est basée sur le texte même du Traité avec l'Allemagne. Cette dernière pour payer la réparation des dommages de guerre, doit verser certaines sommes en or, puis

(1) Exposé dans une brochure intitulée : « *La Crise mondiale. Projet de solution par la création d'un billet de banque international* » (1917).

(2) L'unité monétaire serait le kilogramme d'or.

(3) Dans le *Matin* du 15 septembre 1919 : « La solution des difficultés financières par la création d'une monnaie internationale : Le « numis ».

(4) Rapprocher cette proposition de celle que nous avons suggérée à la page 5, note 2, du t. I.

fournir des Bons du Trésor (1). Pourquoi les Alliés ne mettraient-ils pas ces Bons en portefeuille et n'émettraient-ils pas en contre-partie, une nouvelle monnaie de papier. Cette monnaie, à laquelle M. Brunhes donne le nom de « numis » (2), serait entre les peuples la monnaie d'échange par excellence et rétablirait le change « selon l'équité, sans qu'il en coûte rien à aucun d'eux ni à personne (3) ».

§ 2. — *Critique des solutions proposées.*

En rapprochant les projets monétaires que nous venons de résumer (et que nous avons pris parmi beau-

(1) Comme garantie de ces Bons, l'article 248 du Traité de Paix, prévoit un privilège de premier rang sur tous les biens et ressources de l'Empire et des Etats allemands, en faveur des Alliés.

(2) Elle vaudrait : 1.000 francs-or, 200 dollars-or, 40 livres sterling-or, 800 marks-or, etc...

(3) « ... Du coup — dit M. Brunhes — la France et la Belgique recevant le plus de numis auront le maximum de puissance d'achat en Amérique et en Angleterre... Tout ce que les Allemands livreront aux Alliés sera payé en numis à 800 marks l'un, et ils pourront ensuite, renvoyer ces numis pour libérer leurs Bons du Trésor. Ce schéma suffit pour faire comprendre le mécanisme. Si le numis porte les signatures des cinq Grandes Puissances, avec les garanties allemandes sous le contrôle et la surveillance des Alliés, il semble qu'il aura au moins autant de valeur que cinquante ex-louis d'or. La France débitrice et cliente de l'Amérique et de l'Angleterre créditrice de l'Allemagne, a autant d'intérêt que celle-ci à la création de cette monnaie internationale... Cette nouvelle monnaie libératoire entre banquiers et Gouvernements, supprime tout emprunt de liquidation, dont l'ampleur rend le succès incertain, et laisse les intérêts des Bons du Trésor Allemand, disponibles entre les mains de la Commission inter-alliée... »

coup d'autres du même genre) (1), et en s'arrêtant à leurs principales caractéristiques, on voit qu'ils sont

(1) Les promoteurs des projets ci-dessus indiqués, y compris M. Larkworthy, ne sont pas, en effet, les seuls à affirmer la nécessité et à tracer les principaux traits d'un organisme monétaire international destiné à éliminer les perturbations actuelles des changes et les excès de la circulation fiduciaire. Beaucoup d'esprits éclairés ont orienté leurs recherches dans ce sens et y voient la solution. C'est ainsi qu'entre autres : 1° M. Luzzati publiait déjà en novembre 1918, un article retentissant, dans le *Corriere della Serra*, sur la Société des Nations et sur les problèmes économiques et sociaux qui s'y rattachent, dans lequel il indiquait comme seule solution possible de la question monétaire, la création d'un billet international unique, qui établirait « la paix monétaire » entre Nations (Voir à ce sujet l'article de fonds du journal *Le Pour et le Contre* du 1^{er} décembre 1918). 2° M. Vissering, gouverneur de la Banque néerlandaise, propose, parmi d'autres solutions (contraction d'un emprunt international garanti, ajournement du paiement des intérêts des anciens emprunts, nécessité de passer par profits et pertes les avances de la guerre, etc...) la création d'une monnaie de compte établie sur l'or et circulant dans tous les pays. 3° M. Stilwell (« Le grand plan ») émet également l'idée de la création d'une monnaie nouvelle exclusivement basée sur le crédit et la richesse des nations. 4° Cette conception se trouve aussi dans l'ouvrage de MM. Bergès et Besson, « Problèmes financiers et monétaires ». 5° M. Frédéric Mathews, suggère (dans un article intitulé : « Une politique de change », et paru dans *Le Journal des Economistes*, juillet et octobre 1919), la fondation d'une banque centrale des Alliés, qui réunirait les encaisses des banques de ces derniers et émettrait une monnaie de compte fondée sur cet actif, ainsi que sur le crédit de tous les Alliés. 6° Citons enfin M. B. Nogaro, lequel (dans son article : « L'émission d'un billet de banque international », dans *Le Monde Nouveau*, juin 1918) expose les avantages d'une monnaie fiduciaire ayant force libératoire dans tous les pays adhérents au Pacte de la Société des Nations, et émise par ses soins. Elle serait gagée par les indemnités à payer par les pays vaincus, et le montant de ses émissions ne dépasserait

tous basés sur le même principe et qu'ils comportent tous la même faiblesse (1).

I. — Le principe commun à tous ces systèmes sans exception, est celui qui est à la base du système grec et qui éloigne toute intervention de l'or, tant pour la couverture des billets que pour la réglementation des échanges internationaux.

En effet, alors que M. Citroën déclare inutile toute préoccupation de ce genre (2), et considère que le crédit réuni de tous les Etats sera plus que suffisant pour garantir la valeur du papier, M. Duclos ne donne comme couverture, d'ailleurs énigmatique, à la circulation de papier qu'il préconise, que la totalité des biens réels des pays signataires de la Convention (3). Quant à

pas, d'après lui, 50 à 60 milliards. Beaucoup d'auteurs, d'ailleurs, se sont ralliés à cette dernière idée.

Ces différents plans ont été combattus par des économistes de marque, tels que : M. Gide « Les projets d'entente financière après la guerre », dans la *Revue d'Economie Politique*, 1918), M. Yves Guyot « Sur l'émission d'un billet international » in *Le Monde Nouveau* septembre 1919, ainsi que « L'illusion fiduciaire et la réalité économique », in *Le Journal des Economistes*, octobre 1919), etc...

(1) Cette remarque s'applique également aux projets que nous nous sommes contentés d'indiquer dans la note précédente.

(2) « La guerre a prouvé — dit M. Citroën — qu'il est possible, sans contre-partie en or, d'émettre une certaine quantité de billets de banque dont la valeur serait basée sur le crédit des pays émetteurs ». Une pareille remarque n'est d'ailleurs pas inexacte, ainsi qu'il a déjà été démontré. Voir pages 184-185.

(3) « ... Pour garantir ce papier — déclare M. Duclos — les Etats contractants fourniraient, non pas de l'or, mais leur crédit basé sur des biens réels, valant comme couverture, tout autant que l'or... » Mais comme le dit M. Gide, dans son article déjà cité comment ces biens réels pourraient-ils servir de couverture à des

M. Brunhes, il se rapproche encore plus du système grec, puisqu'il assure à son numis une couverture de 100 0/0 consistant, non pas en métal, mais en valeurs portant intérêt et représentant une richesse réelle (1).

Et quant au rôle de l'or comme instrument des paiements internationaux, il est évident qu'il est réduit à néant, puisque tous les systèmes en question substituent à l'unique monnaie internationale qui jusqu'ici était l'or, une nouvelle monnaie de papier portant la signature de tous les pays participant à sa création et pouvant circuler chez eux comme monnaie légale.

On ne saurait trop mettre en lumière la justesse de la conception qui se trouve à la base de tous ces systèmes.

II. — Pourtant, ils ont tous le même point faible, qu'on peut résumer comme suit : *a)* s'il est certain qu'une monnaie de papier peut se passer de couverture métallique, il faut toutefois que la quantité émise ne dépasse pas les besoins ; *b)* s'il est certain aussi qu'une monnaie de papier acceptée internationalement, peut remplacer l'or dans les échanges extérieurs, il faut que

billets de banque, du moment qu'ils sont loin d'être toujours immédiatement réalisables et qu'ils ne sont pas du tout la propriété de la Banque émettrice des billets. On peut donc dire que dans le projet de M. Duclos, aussi bien que dans celui de M. Citroën, ce qui, en définitive, sert de base à la circulation qu'il préconise, c'est le crédit des pays émetteurs.

(1) Cette fois il s'agit d'une vraie couverture étant donné qu'elle devrait consister en un portefeuille de valeurs immédiatement réalisables (puisqu'elles pourraient toujours, le cas échéant, être vendues sur le marché de n'importe quel pays) et présentant toute sécurité (puisqu'elles sont garanties par un privilège sur des biens matériels).

la situation de la balance des comptes entre les différents pays soit telle que cette monnaie de papier n'aille pas s'entasser dans certains d'entre eux (1).

La plus simple réflexion suffit, effectivement, pour faire entrevoir l'inflation universelle qu'aurait provoquée l'émission d'un seul coup et l'expansion dans le monde, de plus de 1500 milliards de papier (2). Pense-t-on à l'effet qu'aurait produit sur la valeur de ce papier et, par là même, sur les prix, la circulation en France seulement (3), de 400 milliards de billets ? (4).

On objectera que la proportion de la circulation de la nouvelle monnaie sera, pour commencer, beaucoup moindre dans les autres pays, par exemple en Amérique. Or, étant donné que les pays qui seront dotés de la plus

(1) L'or comporterait le même inconvénient s'il pouvait être reproduit indéfiniment et si la situation des balances économiques le concentrait dans quelques pays seulement.

(2) Ce chiffre est certainement inférieur à la totalité des dépenses de guerre de tous les belligérants.

(3) Qui est le pays qui a le plus souffert et, par conséquent, celui auquel la guerre a le plus coûté.

(4) Car il est évident, et c'est ce que fait remarquer *M. Gide*, dans le même article, que ce n'est pas le placement en nouvelles entreprises, qui permettra l'absorption de cette monnaie (c'est le point de vue de *M. Citroën*) : puisque : « l'argent qui passe des mains du prêteur à celles de l'emprunteur, demeure tel quel ». On pourrait peut-être ajouter à cette remarque, que l'activité économique qui pourrait résulter de la création de ces entreprises, serait loin de pouvoir compenser l'exubérance de la circulation. Ce n'est pas la thésaurisation non plus, qui pourrait absorber l'excédent de monnaie, car : « la thésaurisation, — dit *M. Gide*, — est un acte de foi dans la valeur d'une monnaie... mais qui ne survivrait pas à l'émission de 1.200 milliards de simplex. Il n'est pas à espérer que personne les thésaurisât. »

grande quantité de monnaie internationale, sont précisément débiteurs de ceux qui n'en auront qu'une petite partie, ils ne tarderont pas à écouler leur circulation dans ces derniers pays, pour équilibrer leur balance des comptes.

Il nous semble que le seul résultat qu'on pourrait en attendre, c'est que la surabondance du papier serait mondiale et que, selon l'expression de M. Gide : « il n'y aurait pas écoulement, mais, au contraire, inondation réciproque ».

Dans ces conditions, on peut vraiment se demander si un pays comme les Etats-Unis se déciderait jamais à s'associer à une pareille combinaison, laquelle, même si elle était limitée aux proportions plus modestes du projet de M. Brunhes, aurait pour résultat une inflation énorme chez lui (1). Car, en somme, peut-on prétendre qu'un pareil afflux de monnaie dans ce pays pourrait être absorbé par l'activité économique qu'il aurait pu provoquer ? Si, à une époque normale et dans des proportions raisonnables, les effets heureux d'une monnaie émise dans les conditions proposées sont indéniables (2), dans les circonstances extraordinaires que nous traversons, le marché américain ne pourrait jamais absorber de pareilles quantités de monnaie (3).

D'un autre côté, en ce qui concerne, par exemple, la

(1) Que le numis circule directement dans ce pays, ou qu'il serve de couverture à une nouvelle émission de billets de banque, le résultat serait toujours le même.

(2) Voir t. I. pages 122-125.

(3) Nous avons déjà soutenu cette thèse au sujet des effets de la dernière émission exagérée de papier en Grèce, pour le compte de la loi F X M B. Voir pages 21-22.

France, l'adoption d'un pareil régime avec l'abolition qu'il entraîne de l'action réparatrice des cours des changes sur eux-mêmes, ne pourrait que contribuer à éterniser le déséquilibre de sa balance des comptes (1), et à éliminer tout stimulant de l'accroissement de sa production (2).

§ 3. — *Les conceptions de M. F. Larkworthy, sur les avantages d'une application universelle du système I X M B.*

Passons maintenant à la proposition de M. Larkworthy, et essayons de voir si son projet arrive à écarter cette faiblesse évidente et commune aux autres projets que nous venons de résumer.

Voici comment M. Larkworthy conçoit le fonctionnement d'un système de circulation intérieure et de règlement des échanges extérieurs, basé sur les principes du système grec et adopté internationalement.

Tout le mécanisme repose, naturellement, sur la démonétisation de l'or par tous les Etats (3), et sur l'intro-

(1) Et si l'on suppose le stock des billets internationaux que la France aurait le droit d'émettre, sur le point de s'épuiser, et ces billets devenus rares sur le marché par suite de leur émigration chez les créanciers du dehors, ces billets commenceraient naturellement à faire prime sur la monnaie française, ce qui revient à dire que la hausse du change réapparaîtrait de nouveau.

(2) Pour remplacer l'action salutaire de la hausse du change sur la balance économique, on n'aurait plus qu'à maintenir, ou introduire des mesures de licence pour les importations et, d'une façon générale, de contrôle du marché des changes, mesures vexatoires, décourageant l'initiative privée et ne devant pas être appliquées indéfiniment.

(3) M. Larkworthy fait remarquer que : démonétisation de l'or, ne signifie pas abolition du Gold Standard. Ainsi il dit : « ... la

duction chez eux d'une circulation de papier inconvertible en or et couverte dans sa totalité par toutes sortes de disponibilités de tout premier ordre, déposées sur les différentes places étrangères.

Cet organisme serait géré dans chaque Etat, par une institution gouvernementale (1) qui serait, en quelque sorte, un sous-secrétariat d'Etat à la circulation et qui serait, en même temps, le depositaire de toutes les dis-

livre sterling-or doit être conservée, comme l'unité monétaire — comme l'unité de mesure ou comme base d'une monnaie d'appoint — longtemps après la démonétisation de l'or, comme instrument de circulation... » (Evidence, etc..., p. 37).

(1) Les raisons qui, d'après M. Larkvorthy, militent en faveur du point de vue qui consiste à confier à une institution gouvernementale le soin de l'émission des billets, et de la réglementation des échanges internationaux, peuvent être résumées comme suit :

a) Une banque d'émission a un intérêt manifeste à accroître sa circulation, puisqu'elle augmente par là ses bénéfices qui résultent soit du placement de ses billets (sous les régimes d'émission actuels), soit des intérêts des disponibilités qu'elle se procure en échange de ses billets (sous un régime d'émission basé sur le système grec).

b) Une banque d'émission, s'occupant forcément en tant que banque, d'opérations de change pour son propre compte, est nécessairement incapable de réglementer les échanges internationaux d'une façon impartiale et dépourvue de toute considération personnelle. Elle serait dotée ainsi d'une force trop grande dont elle pourrait disposer à son profit et pour l'écrasement de ses concurrents.

c) Enfin, la mission de réglementer la circulation et les échanges extérieurs, est essentiellement une fonction souveraine de l'Etat, qui ne doit pas être déléguée à une institution privée. Car, en somme, c'est l'Etat seul qui cumule la double qualité de tiers impartial et de serviteur de la communauté, laquelle, à son tour, est la seule compétente pour décider quelles sont les quantités de monnaie et de change dont elle a besoin.

ponibilités des différents autres Etats. De la sorte, chaque Office de circulation serait à même de délivrer à n'importe quelle personne et contre des billets provenant de ses propres émissions, une traite en monnaie, du pays créancier de ce particulier, laquelle au lieu d'être tirée sur une banque quelconque, détenteur des réserves de change de l'Office en question, serait tout simplement tirée sur l'Office de circulation de l'Etat créancier, qui la paierait au moyen de billets émis par lui à cet effet (1).

Mais une fois arrivé là, pourquoi ne pas aller plus loin et ne pas instituer un Office de change central, qui serait une sorte de *Clearing House International* et auprès duquel les différents Etats seraient représentés. Cette institution tiendrait les livres ou les comptes-courants de tous les pays et procéderait tous les jours ou toutes les semaines, à la liquidation des créances et des dettes des différents pays entre eux. Et alors, ces derniers, au lieu d'être obligés d'avoir des réserves de change sur toutes les places (2), n'auraient qu'à munir leur délégué

(1) Ce dernier office garderait, naturellement, pour son propre compte, une partie des disponibilités déposées chez lui par le pays qui a tiré la traite. Et cette partie, dont la valeur serait équivalente aux billets émis par lui pour la payer, servirait de couverture à ceux-ci. Quant à l'Office qui a tiré la traite, il verrait naturellement diminuer ses disponibilités à l'étranger, mais sa circulation se trouverait resserrée d'autant par suite de la vente de la traite qui a été le point de départ des transactions et écritures que nous venons de suivre.

(2) Ou bien sur une seule place, comme Londres, par laquelle ils seraient obligés de passer pour régler leurs transactions avec l'étranger, non sans laisser une certaine commission et sans encourir les pertes d'une différence de change.

auprès de l'Office central, d'un portefeuille suffisant constitué en toutes sortes de sécurités, de façon à lui permettre d'acquitter le solde dont son Etat serait débiteur au moment de la liquidation (1).

Enfin, pourquoi ne pas aller jusqu'à souhaiter la création d'une autorité internationale, au-dessus des différents Etats, qui considérerait les disponibilités de ces derniers comme les simples parties d'un fonds unique et

(1) Par exemple, si la liquidation entre l'Angleterre et les Etats-Unis se soldait en faveur de ces derniers, le délégué britannique remettrait à son collègue américain sous forme de différentes disponibilités (portefeuille commercial, fonds d'Etats, etc... et aussi, de l'or), la somme dont son pays est débiteur.

Où trouverait-il ces disponibilités ? — Ce sont les particuliers de son pays qui lui auraient permis d'en disposer, puisqu'en achetant des traites sur l'Amérique plus qu'ils n'en ont vendues, ils ont contribué à la diminution de la circulation intérieure, pour une somme égale au montant des disponibilités que le délégué britannique a passées au délégué américain.

Naturellement, si ces particuliers achetaient leurs traites, non pas au moyen de billets, mais au moyen de sécurités, la circulation ne diminuerait pas ; mais, d'autre part, le délégué britannique n'aurait qu'à remettre ces mêmes sécurités au délégué américain.

Puis, si les particuliers ont acheté leurs traites avec des billets et que le public britannique ne veuille pas, malgré tout, voir la circulation de papier diminuer, ce dernier n'aurait qu'à se procurer de nouveau les billets rentrés dans les caisses de l'Etat, au moyen de nouvelles sécurités puisées sur le marché de Londres, et vendues à l'Office gouvernemental, qui serviraient ainsi de couverture aux billets remis en circulation.

Enfin, si par hypothèse, le public américain voyait sa circulation fiduciaire s'accroître démesurément par suite d'une balance des comptes constamment favorable, il aurait toujours la ressource d'acheter des sécurités auprès de l'Office de circulation américain et de contribuer ainsi, au retrait de la circulation, d'une somme équivalente de billets.

qui émettrait une monnaie de papier d'un type unique, couverte en totalité par ce fonds et jouissant d'une circulation légale internationale (1) ? Une pareille solution ne simplifierait-elle pas encore davantage le mécanisme de la circulation et du commerce international, au profit de l'humanité tout entière ? C'est l'opinion de M. Larkworthy.

§ 4. — *Les points faibles du projet de M. Larkworthy.*

Mais avant de se laisser entraîner à tracer le plan d'un édifice grandiose, placé dans un monde idéal, il vaut mieux commencer par voir si les fondements qu'on veut lui donner et la nature du terrain sur lequel on veut l'élever, sont capables de le soutenir.

Pour commencer : Comment les différents Etats feraient-ils pour trouver le nombre de sécurités dont ils auraient besoin pour couvrir les nouveaux billets qu'ils mettraient en circulation chez eux (2) ?

— M. Larkworthy considère la chose comme très

(1) L'abondance éventuelle de la circulation d'un tel pays, ou bien le manque de moyens de paiement dans tel autre, pourraient toujours être corrigés par l'achat ou la vente de billets de la part des Etats intéressés, auprès de l'autorité internationale, contre des sécurités puisées ou placées sur leurs marchés respectifs.

Cette dernière idée, ainsi que certains autres points du résumé que nous venons de tracer, ne ressortent pas très clairement de l'exposé de M. Larkworthy. Il nous semble, néanmoins, ne pas nous être éloigné de sa pensée, en essayant de faciliter, par quelques éclaircissements, la compréhension de son projet.

(2) Qu'il s'agisse d'une monnaie nationale (première conception de M. Larkworthy), ou bien d'une monnaie internationale (deuxième conception de M. Larkworthy).

facile car, dit-il, chaque Gouvernement (1) ne livrera les nouveaux billets au public que contre des biens réels, représentés par toutes sortes de sécurités (2). Une fois ce fonds de dotation, en d'autres termes, cette réserve de change acquise, le système évoluera de lui-même dans les conditions que nous avons déjà vues (3).

Cependant, ce mécanisme présuppose le retrait par les différents Etats, de leur circulation actuelle (4), non seulement parce qu'il ne saurait y avoir deux sortes de circulation coexistant dans le même pays (5), mais aussi

(1) Il est vrai qu'il ne parle que de l'Angleterre (« Evidence, etc... », p. 15-19). Il faut cependant en déduire que tout ce qu'il dit pour son pays, s'applique également aux autres, puisque M. Larkworthy ne considère l'adoption du système I X M B par l'Angleterre, que comme une étape pour arriver à une organisation universelle basée sur un système analogue à celui de la Grèce.

(2) La mise en œuvre de ce mécanisme serait beaucoup facilitée en ce moment si le système de M. Larkworthy était complété par celui de M. Brunhes. Dans ce cas, des Etats comme la France, au lieu d'acheter, au moyen de nouveaux billets, des sécurités sur le marché, n'auraient qu'à mettre en portefeuille les bons du Trésor allemand et à émettre en contre-partie une somme équivalente de nouveaux billets internationaux destinés à régler les dettes de ces pays envers l'étranger.

(3) Voir pages 354, note 1 et 355, note 1.

(4) Qu'elle soit métallique ou de papier.

(5) Sauf, peut-être, pour la monnaie d'appoint et, plus généralement, pour les coupures destinées aux transactions quotidiennes. C'est d'ailleurs, ce que M. Larkworthy dit expressément, dans son « Evidence, etc... » (p. 16) : « Il est fondamental qu'il ne peut pas y avoir deux circulations intérieures ou domestiques, indépendantes et coexistantes, dans le même pays, à savoir : une à l'usage des échanges (internationaux) et l'autre pour le commerce intérieur ».

parce que, autrement, personne ne se soucierait d'aller échanger ses valeurs contre les nouveaux billets, ceux existant déjà étant plus que suffisants pour les besoins du marché (1). Or, on ne voit pas bien, en ce moment, comment des Etats ayant une circulation comme, par exemple, celle de la France, se décideraient ou même seraient en mesure de retirer la presque totalité de leur circulation (2).

Cependant, passons outre, et supposons le système de M. Larkworthy établi. Peut-on être sûr avec ce système, que la circulation de papier dans les différents pays sera toujours en rapport avec les besoins monétaires du marché, et que la situation de la balance des comptes entre eux n'entraînera pas un excès de circulation chez les uns et un resserrement monétaire chez les autres ? — Il s'agit là de phénomènes qui sont très à craindre dans un pareil organisme, étant presque inévitables, et qui constituent déjà, comme nous venons de le voir, le principal inconvénient des différents projets similaires (3).

(1) La substitution de la nouvelle circulation à l'ancienne ne se ferait, naturellement, que graduellement et de sorte que le public ne souffrit pas de manque de moyens de circulation.

(2) D'autres ajouteraient volontiers à ces réserves que, même si ces Etats arrivaient à le faire, ils préféreraient certainement revenir au cours légal plutôt que d'entrer dans une combinaison de circulation internationale de papier, telle que M. Larkworthy la préconise. C'est là une autre question sur laquelle nous avons exprimé notre opinion au sujet de la Grèce et du régime monétaire qu'elle doit choisir.

(3) Aussi, nous n'avons pas à indiquer de nouveau par quel mécanisme ces inconvénients peuvent se présenter. Voir pages 348-351.

M. Larkworthy prévoit d'ailleurs cet argument et il y répond par un exposé que nous avons essayé déjà de ramener à quelques points essentiels (1). En résumé, cette réponse consiste en ce que chaque Etat pourrait toujours corriger la pénurie de monnaie en achetant des valeurs sur le marché au moyen de nouveaux billets (2), et pourrait aussi éviter l'inflation en vendant une partie de ses disponibilités dans le pays contre des billets qui s'élimineraient ainsi de la circulation (3).

Mais voici où surgit l'objection : qu'arriverait-il si, par suite de circonstances extraordinaires, telles que celles qui résultent de la situation actuelle, un pays avait une balance constamment et essentiellement défavorable (4) ? Pourrait-il continuer indéfiniment à trouver des disponibilités sur le marché pour les en-

(1) Voir pages 354 note 1 et 355 note 1.

(2) M. Larkworthy aurait peut-être pu ajouter que les différentes Puissances n'ont pas fait autre chose pendant la guerre quand, dans le but de pouvoir effectuer les paiements qu'elles avaient à faire à l'étranger, elles achetaient sur leur propre marché, par le produit de nouvelles émissions, les valeurs étrangères et les envoyaient dans les pays créanciers. Reste naturellement la différence, que le mobile de ces opérations était loin de consister dans le désir de remédier à une pénurie monétaire.

(3) Si on suppose que le système évolue jusqu'à la création d'une monnaie internationale couverte par un fonds unique (voir pages 354-355), la situation serait toujours la même, avec cette seule différence que l'Etat ne serait plus qu'un simple intermédiaire entre l'Office international et son propre marché.

(4) L'intérêt de la question est capital puisque c'est précisément en vue de remédier aux difficultés de la situation actuelle, que l'adoption d'un pareil système pourrait être soutenue.

voyer à l'étranger ? Et cela ne le conduirait-il pas à un affaiblissement désastreux (1) ?

(1) M. Larkworthy se refuse à admettre qu'un Etat peut jamais se trouver dans une situation telle que nous la décrivons, et voici comment il expose son point de vue :

« Il y a deux fluctuations périodiques dans le commerce et l'industrie. La première de ces fluctuations est un cycle d'une importance moindre qui est contrôlé par les saisons et, par conséquent, annuel. Dans ce cycle le facteur déterminant est le mouvement des récoltes. C'est le comble du gaspillage et de la bêtise économique que d'essayer d'influencer ce cycle, de le contrôler, le diriger ou le contraindre. Il est le fait de la nature seule. Ce que nous avons à faire c'est de voir si la provision de la circulation intérieure ou domestique est suffisamment élastique pour faire face aux demandes les plus élevées au moment des récoltes à l'intérieur de chaque Etat et si la provision de change international est suffisamment élastique pour faire face aux demandes les plus élevées du mouvement des récoltes entre un Etat et un autre. Il ne devrait jamais y avoir une gêne de circulation en automne accompagnée d'une élévation du taux de l'escompte ; en réalité, il ne devrait jamais y avoir, à n'importe quel moment, soit une gêne ou une surabondance de circulation, soit une gêne ou une surabondance de change. Et il n'y en aura jamais si le public est laissé libre de décider par lui-même sa provision de circulation et de change par le moyen que j'ai tracé.

Le deuxième cycle est plus mystérieux. La vieille idée qu'il s'agit d'un cycle de 10 à 11 années n'est plus soutenable. Mais quelle que soit sa période, j'ai l'opinion que sa cause est en partie cosmique (cycle magnétique solaire ou autre), et en partie psychologique, comme étant conditionné par nos capacités humaines ou par des réactions contre l'essor et la prospérité industrielle, et ainsi de suite. L'idée établie au sujet de ce cycle, c'est qu'il culmine inévitablement en une crise et de là, on tire la conséquence que des mesures répressives rigoureuses doivent être employées à un certain point de sa course. L'expansion de crédit qui marque invariablement le mouvement ascendant de la courbe du cycle, doit être étouffée.

Contre cette manière de voir, je désirerais affirmer ma convic-

Il est vrai qu'une pareille éventualité ne s'est jamais produite et ne peut pas se produire en réalité, car une

tion que toutes les fois qu'une crise a lieu dans un pareil cycle, elle est le résultat de ce choc délibéré dans le cours du cycle lui-même. La provision de crédit d'un bout à l'autre du cours de cette phase périodique, devrait être automatiquement aussi libre dans son expansion et contraction, que la provision de circulation et de change devrait l'être dans les limites du plus petit cycle annuel. En d'autres termes, le cycle de 11 ans devrait être laissé absolument libre dans sa propre action débarrassée de toute entrave, et alors, chacun de ces cycles s'accomplirait tout seul et finirait harmonieusement sans la moindre crise. Après une période d'efforts, l'homme demande le repos, et cette réaction seule amènerait le cycle à sa fin harmonieuse. Vous n'avez pas besoin d'intervenir par des restrictions violentes et artificielles du crédit, car une telle action n'aurait pas précipité tellement la véritable crise qu'elle cause ou produit actuellement, et de laquelle nous professons qu'il faut nous délivrer. Laissez le cycle à lui-même et il s'accomplira tout seul sans explosion. Intervenez, arrêtez-le brusquement par votre élévation du taux de l'escompte, etc... et vous allez amener une misère inouïe sur l'humanité.

Je propose donc de rejeter par-dessus bord le mécanisme du taux de l'escompte, et de ne rien lui substituer. J'aurais voulu voir la provision de crédit se déterminer toute seule, par suite des lois économiques, d'une manière aussi automatique que j'aurais voulu voir la provision de circulation et de change se déterminer également toute seule. (« Evidence, etc... », pages 38-41).

Quoique dans cet exposé on trouve des idées justes que nous avons maintes fois partagées, nous ne pouvons pas admettre, cependant, la conception d'une balance des comptes se réglant d'elle-même et revenant automatiquement, après un certain laps de temps, à l'équilibre, et cela sans que le pays ait à en souffrir. Sans vouloir trop nous attarder à la discussion de cette théorie, nous ne pouvons pas passer sous silence deux points essentiels sur lesquels notre opinion est particulièrement opposée à celle de M. Larkworthy.

a) Si nous admettons avec lui qu'en temps ordinaire le système

situation prolongée d'une consommation dépassant la production finirait par appauvrir le pays de telle façon

basé sur les principes de la loi grecque peut arriver à la longue à ramener la balance économique à l'équilibre, ce n'est pas parce que nous croyons aux lois économiques naturelles, qu'il avance, ni à des cycles périodiques et fatals. Pour nous, la solution se trouve, dans une certaine mesure, dans un fait beaucoup plus tangible, à savoir : dans le rapport qui existe dans le système l'X M B entre la situation de la balance des comptes et le montant de la circulation intérieure (voir pages 211 et suivantes, dans lesquelles il est d'ailleurs expliqué que ce remède est souvent long à produire ses effets et quelquefois insuffisant). Or, dans le système international que M. Larkworthy aurait voulu voir créer sur la base du système grec, ce rapport n'existe plus, puisque chaque pays peut toujours, quand il voit sa circulation diminuer par suite d'une balance défavorable, se procurer de nouveaux billets et *vice versa* (voir pages 354 note 1 et 355 note 1).

b) M. Larkworthy paraît oublier la possibilité d'un bouleversement économique mondial ou même celle d'un déséquilibre profond et prolongé de la balance économique d'un ou plusieurs pays, dû à des causes complètement en dehors des cycles dont il parle dans son exposé. Or, c'est précisément en tenant compte d'une telle possibilité, que nous voyons, nous, la grande faiblesse d'un système basé sur les principes de la loi l'X M B. Et il est particulièrement piquant de voir M. Larkworthy qui a formulé et défendu sa théorie au moment où la guerre battait son plein et entraînait le bouleversement économique mondial, qui se poursuivait encore, paraissant ignorer ce qui se passait sous ses yeux, et ne pas vouloir considérer les conséquences énormes d'un déséquilibre économique persistant. Mais le procédé classique de l'élévation du taux de l'escompte a-t-il pu exercer une influence quelconque pour corriger ce déséquilibre ? Certainement non, et sur ce point nous sommes absolument d'accord avec M. Larkworthy. Cependant, il y a un autre fait qui, lui, produit des effets certains pour le redressement de la balance des comptes, c'est la hausse des changes. Mais le système proposé exclut absolument un pareil procédé. Nous allons d'ailleurs poursuivre cette idée dans le texte.

qu'il serait forcé, bon gré, mal gré, de se mettre au travail et de limiter la consommation, circonstances qui ne tarderaient pas à rétablir l'équilibre de la balance des comptes.

Mais peut-on raisonnablement voir là une solution ? Et les Etats habituellement créanciers de l'étranger ne seraient-ils pas, de leur côté, sujets à des crises de surproduction terribles (1) ?

Pourquoi donc tous ces inconvénients ne se présentent-ils pas sous le régime actuel, du moins sous la forme aiguë que nous venons de décrire ? — Toujours pour la même raison qui consiste en ce qu'aujourd'hui il y a la hausse du cours des changes ou bien l'élévation du taux de l'escompte, qui servent de frein et de remède. Or, si on peut concevoir un système basé sur une circulation de papier inconvertible, arrivant à se passer du dernier de ces remèdes, un pareil système peut-il également se passer toujours du premier ? — Nous avons déjà répondu par la négative (2). Il suffit donc de relater que M. Larkworthy écarte toute variation des changes

(1) Déjà, actuellement, et malgré l'absence d'un système international comme celui proposé, n'y a-t-il pas lieu de craindre pour les Etats-Unis, principaux créanciers du monde, le danger d'une pareille crise ?

(2) Au sujet du système I X M B, tel qu'il fonctionne en Grèce (voir pages 241-244). Nous y avons constaté que le rapport existant entre la situation de la balance des comptes et la circulation intérieure pouvait remplacer avantageusement l'élévation du taux de l'escompte. Mais nous avons aussi été amenés à reconnaître que l'action réparatrice du change sur la balance des comptes est indispensable dans certaines circonstances, même pour un système basé sur les principes de la loi grecque.

dans son système, même si ce dernier ne devait pas aller jusqu'à établir une monnaie internationale (1).

Ces explications nous semblent suffisantes pour essayer d'en déduire une conclusion générale d'après les constatations que nous avons pu faire au cours de la présente section.

§ 5. — *Conclusions sur l'idée de la substitution, au mécanisme monétaire mondial actuel, d'une application universelle du système Γ X M B.*

L'idée de l'adoption par le monde entier d'un système monétaire basé sur les principes de la loi Γ X M B, ainsi qu'elle a été proposée et expliquée par M. Larkworthy, présente, sans aucun doute, des points faibles manifestes. Ils peuvent être résumés, dans la difficulté d'introduire un pareil système en présence de l'excès actuel de la circulation fiduciaire dans tous les pays, et dans sa défectuosité, consistant en l'absence d'une force quelconque de redressement de la balance des comptes (2).

(1) « ...Il doit y avoir — dit-il — un cours fixé légalement. C'est toute la substance et le but du projet que de fixer ce cours aussi près du pair que possible, en laissant seulement une petite marge au-dessus et au-dessous du pair. Dans les limites de cette marge, les institutions bancaires existantes pourraient continuer à vendre et à acheter du change; les limites de $1/4$ au-dessus et de $1/4$ au-dessous du pair leur auraient laissé une ample marge pour travailler profitablement. La seule charge que l'institution gouvernementale aurait retenue, serait pour le coût du fonctionnement du système... » (« Evidence, etc., », p. 14).

(2) Ce sont les deux inconvénients qui ressortent de l'exposé du paragraphe précédent, et qui constituent les principaux arguments de M. Withers, pour combattre l'idée d'une application plus étendue du système grec (*Economist*, 26 mai 1917, page 973).

Néanmoins, la proposition de M. Larkworthy nous apparaît supérieure aux autres projets de ce genre. En effet, son mécanisme n'est pas seulement exempt de la plupart des inconvénients que comportent les autres projets (1), mais il possède aussi l'avantage de reposer sur un système ayant déjà partiellement fonctionné avec succès, et dont les faiblesses aussi bien que les avantages, ont pu être établis par une expérience prolongée, acquise dans les moments les plus difficiles. Aussi a-t-on pu entrevoir, quand il s'est agi particulièrement de la Grèce, les moyens propres à le perfectionner.

Ceci revient-il à dire qu'il serait également facile d'arriver à des combinaisons capables de compléter le projet Larkworthy et d'éliminer les défauts que le système ci-dessus pourrait présenter en tant que régime mondial de circulation et de change ?

Il serait erroné de le croire, et il y a pour cela une raison primordiale : Si le Gold-Exchange Standard est un régime monétaire dont l'expérience et l'application de plus en plus étendue ont établi les avantages, si

(1) Bien qu'établi sur le même principe de l'abolition du rôle multiple que l'or joue actuellement (voir pages 347-348) un régime monétaire mondial consistant en une extension du système I X M B, éliminerait les deux faiblesses suivantes des autres projets : a) le nouveau billet international aurait une couverture intégrale en richesses réelles, et non plus la simple garantie résultant du crédit des Etats contractants (projets Citroën et Duclos) ; b) Cette nouvelle monnaie ne pourrait pas provoquer une inflation intense en s'entassant dans certains pays, puisque ces derniers pourraient toujours retirer l'excédent de la circulation, par l'achat des sécurités qui la garantissent (voir pages 354 note 1 et 355 note 1).

le système Γ X M B, qui en est un perfectionnement, a pu fonctionner en Grèce avec succès et constitue pour elle le régime monétaire le meilleur, c'est que le Gold-Exchange Standard a été basé jusqu'ici, comme d'ailleurs son nom l'indique, sur un organisme monétaire mondial reposant sur l'or, et que toutes les expériences de ce genre (1), le système Γ X M B compris, se sont toujours appuyées sur l'existence du régime de l'or dans d'autres pays qui peuvent être considérés comme les piliers du mécanisme actuel des règlements internationaux (2).

Il s'ensuit que lorsqu'on parle d'une application

(1) Qu'elles conservent l'or comme couverture de leur circulation et comme instrument effectif des règlements internationaux ou qu'elles le remplacent par de la richesse réelle. S'il est établi que cette deuxième solution est la meilleure, cela n'implique point l'inutilité de l'or comme étalon universel.

(2) C'est ce qu'a compris *M. R. G. Hawtley* (*The Gold Standard in The Economic Journal*, décembre 1919, p. 428-442), lequel influencé par les grands avantages du Gold-Exchange Standard, mais ne voyant pas la possibilité d'une application universelle d'un pareil régime, sans qu'il y ait quelque part de l'or comme étalon et comme régulateur des changes internationaux, aboutit à la conclusion que l'Angleterre et les Etats-Unis doivent revenir ou rester à l'étalon d'or : « ...La seule existence d'un si important système monétaire sur une base stable, aurait fait que les autres pays pourraient régler sur lui leur propre unité monétaire, bien qu'ils ne se seraient jamais engagés par un accord. Lorsqu'un affaiblissement du crédit précipite une demande intense d'une circulation métallique, c'est parce qu'il n'y a pas d'autre moyen de paiement, auquel le monde ait confiance et qu'il accepte. S'il y a un système de crédit au dehors, qui puisse constituer la base d'une nouvelle circulation, il sera plus facile de l'utiliser par un système d'échange, au lieu d'importer de l'or... »

universelle du système I X M B, il ne faut pas oublier qu'il s'agit en réalité d'un mécanisme nouveau, nécessitant une organisation à créer presque complètement et présentant des difficultés qui ne pouvaient pas se présenter jusqu'ici.

Il est certain que démonétisation de l'or, ne signifie point abolition du Gold Standard (1), et que l'or pourrait toujours être conservé comme base de la valeur de la monnaie de papier internationale, et comme unité monétaire abstraite (2). Il est non moins indiscutable que la guerre a démontré la possibilité d'effectuer les échanges intérieurs et les règlements internationaux sans aucune intervention du métal jaune (3). Mais de là à l'établissement, sur ces données, d'une organisation monétaire normale, il y a des difficultés, des perturbations et des dangers avec lesquels il faut compter, et qu'il faut d'abord écarter ou résoudre.

Cela n'empêche pas, cependant, de s'engager, dans cette voie. Il se peut que M. Larkworthy, poussé par un enthousiasme, d'ailleurs absolument compréhensible et solidement fondé sur l'expérience et sur des arguments impressionnants, ne voie pas trop les difficultés pra-

(1) L'idée de M. Larkworthy n'est d'ailleurs pas différente (voir page 351, note 3).

(2) C'est-à-dire comme étalon des valeurs. On pourrait encore retenir à ce sujet l'idée de l'adoption du platine, comme étalon à la place de l'or, dont la valeur en cas de démonétisation baisserait fortement et serait sujette à des fluctuations accentuées.

(3) Puisque sa circulation effective a été réduite au minimum et qu'il se trouve pour la plus grande partie concentré et immobilisé dans les caves des banques d'émission, ou bien dans les tiroirs des particuliers.

tiques d'un bouleversement radical dans le mécanisme monétaire international. Mais ce n'est pas là une raison pour rejeter sa proposition sans discussion et pour ne pas concentrer ses efforts afin d'essayer d'éloigner les inconvénients et les faiblesses que comporte nécessairement toute création nouvelle. Plus les problèmes monétaires et de change actuels sont compliqués à résoudre, plus ils demandent à être étudiés et approfondis. Et dans ces circonstances difficiles, au lieu de s'effrayer devant une idée nouvelle, si hardie qu'elle puisse paraître, et de la repousser, avec un parti-pris préconçu de conservation des principes consacrés avant la guerre, il est du devoir de tous de l'examiner attentivement, et si elle présente des bases sérieuses et des chances de succès, de tâcher de l'amender et de la compléter. Or, il nous semble que c'est le cas de la proposition de M. Larkworthy, qui nous paraît digne d'une attention toute particulière (1).

Mais en admettant même corrigées les différentes

(1) D'autant plus que, même si l'on n'arrive pas à se persuader de la possibilité de remplacement du mécanisme monétaire mondial actuel, par l'introduction du projet dont il s'agit, ce dernier pourrait toujours servir de base à des applications partielles et transitoires dans des conditions supérieures à n'importe quelle autre proposition du même genre. Semblables expériences ont, d'ailleurs, déjà été faites avec des résultats satisfaisants (Russie du nord, voir pages 333-341). Nous insistons tout particulièrement sur cette idée que nous avons déjà indiquée dans l'Introduction. Ainsi, l'obstacle que présente l'exubérance actuelle de la circulation dans certains pays, pour une application universelle du système I X M B (voir page 363), pourrait être facilement écarté dans le cas d'une application partielle. On pourrait, par exemple, concevoir la possibilité d'une entente monétaire entre les Alliés, ou même les neutres, et la France, en vertu de laquelle cette der-

défectuosités du système I X M B, en tant que régime monétaire international, n'y aurait-il pas d'autre obstacle à son application dans le monde ? Malheureusement, il faut avouer que si. En dehors de ces difficultés d'ordre technique, il y en a d'autres d'ordre moral et politique, dont il ne faut pas se dissimuler la gravité.

Sans parler de l'égoïsme national de certains pays, qui ne verraient pas d'un bon œil un système qui abolirait leur suprématie en matière monétaire, et ne voudraient probablement pas y participer (1). Sans parler non plus de la nécessité indispensable pour cet orga-

nière pourrait remplacer ses billets actuellement en circulation par des billets internationaux, auxquels elle donnerait comme couverture intégrale, les bons du Trésor allemand, prévus par le Traité ou des obligations à court terme, payables par les versements graduels de l'Allemagne. L'inconvénient de l'inflation actuelle, serait ainsi évité, puisque les nouveaux billets ne tarderaient pas à prendre le chemin de l'étranger, et le resserrement de la circulation qui s'ensuivrait pourrait être aussi, dans une certaine mesure, un facteur de redressement de la balance des comptes (comparer avec l'idée émise à la page 5, note 2, du t. I.).

Il ne faut point confondre cette suggestion d'application partielle avec le projet de système universel de M. Larkworthy, lequel ne comporte aucune faculté de resserrement de la circulation et aucune force de redressement de la balance des comptes.

(1) Comment des pays comme les Etats-Unis ou la Grande-Bretagne, pourraient-ils consentir facilement à détruire de leurs propres mains, la valeur et l'importance de leur énorme stock d'or, et à supprimer de leur plein gré la nécessité actuelle pour tout le monde, de passer par l'intermédiaire de leurs marchés respectifs, pour effectuer la plus grande partie des règlements internationaux ? — Dans de nombreux écrits qui ont paru dans ces deux pays pour combattre les nouveaux projets d'entente monétaire internationale, c'est toujours cet esprit nationaliste et conservateur (qui est celui surtout des milieux financiers) qui réapparaît, voilé, mais tenace.

nisme nouveau, que tous les Etats y participant présentent les mêmes garanties de bonne administration économique et de respect de leurs engagements (1). Tant que le monde sera divisé par des rivalités politiques, par des guerres intégrales (2), ou même par des conceptions économiques différentes (3), l'introduction d'un système monétaire reposant principalement sur l'idée généreuse d'une entente universelle, se heurtera inévitablement aux intérêts privés des Etats respectifs, et sa mise en œuvre réclamant essentiellement une coopération intime entre les Nations rencontrera des difficultés continuelles, faciles à prévoir mais difficiles à surmonter.

Si la Société des Nations devenait une entité réellement distincte et prenait le prestige et la force que son promoteur lui avait assignés et que ses partisans se sont efforcés et s'efforceront peut-être, dans l'avenir, de lui donner, l'introduction d'un régime des règlements internationaux, basé sur des conceptions nouvelles et sur une entente étroite entre Nations, serait certainement

(1) Aussi, *M. Withers* a absolument raison quand il dit que : «... La suggestion d'une richesse liquide, réservée à l'usage économique de l'humanité, ouvre une perspective fâcheuse de frottements et de fraude internationaux, jusqu'à l'époque où les nations auront appris à être honnêtes dans leurs relations réciproques... Ces propositions pourront devenir un jour pratiques et avisées. Présentement des arrangements réciproques, comme ceux passés dernièrement entre Londres et New-York, constituent un pas vers eux... » (*Economist*, 18 mai 1918, p. 770).

(2) Lesquelles sont arrivées à affecter profondément tout l'organisme économique des pays.

(3) On ne voit vraiment pas la possibilité d'une entente monétaire internationale de ce genre avec les Bolcheviks.

facilitée et même s'imposerait. Le système monétaire proposé par M. Larkworth pourrait alors devenir un organisme commun aux Etats signataires du Pacte dont il serait une partie intégrante. Et l'Office d'émission et de compensations internationales préconisé par lui ne serait plus qu'une section de l'organisme central de la Société des Nations.

Malheureusement, jusqu'ici, la réalité est moins encourageante et l'échec partiel des idées généreuses qui sont à la base de la Société des Nations, n'est pas étranger aux mêmes difficultés d'ordre moral et politique, qui constituent un sérieux obstacle à une application universelle du système F X M B.

Le Doyen,
F. LARNAUDE.

Le Président de la thèse,
CHARLES RIST.

Vu et permis d'imprimer,
Le Recteur de l'Académie de Paris,
P. APPEL.

BIBLIOGRAPHIE

AILIANOS : Article paru dans « L' Economiste d'Athènes » du 30 septembre 1919.

Aion, journal d'Athènes.

ALESSIO (Giulio) : « Moneta e prezzi nelle più recenti loro manifestazioni » (*Riforma sociale*, 1918).

ALGLAVE (Paul) : « La Question monétaire en Extrême-Orient, » in « Questions monétaires contemporaines » (Paris, 1905).

Amalthia, journal grec de Smyrne.

American Economic Review (New-York).

ANASTASSIADES : Interview à la revue « Les Annales Franco-Helléniques » (n° 55, Athènes, 19/1^{er} juin 1919).

ANDERSON (B.-M.) : « The value of money » (New-York, 1917).

ANDREADES (A.) : « Les Finances de la Grèce » (*Journal des Economistes* des 15 avril et 15 mai 1915).

— « Les progrès économiques de la Grèce depuis 40 ans » (*Journal des Economistes*, 15 janvier et 15 février 1919).

— « Essai sur la fondation et l'histoire de la Banque d'Angleterre » (Paris, thèse, 1901).

— Article paru dans la « *Nautical Review* » (New-York, 1919).

ANGHELOPOULOS (G.) : Série d'articles dans le journal grec « *Athinai* » (octobre 1917).

Annalist (New-York).

Annuaire des Sociétés Anonymes (Royaume de Grèce, Ministère de l'Economie Nationale, Section du Commerce et de l'Industrie, 1917) (en grec).

Annuaire Statistique de la France.

ANSIAUX (M.) : « Essai sur la politique régulatrice des changes » (Bruxelles, 1910).

— « La Monnaie peut-elle être supprimée ? » (Revue économique internationale, juillet 1908).

ARNAUNE (Aug.) : « La Monnaie, le Crédit et le Change » (Paris, 1913).

AUPETIT (A.) : « Essai sur la théorie générale de la monnaie » (Paris, thèse, 1901).

BEAUMONT : Commission Financière Internationale « Rapport sur les Finances de la Grèce pour les années 1912-1913 » (Annual series n° 5224).

BERGES et BESSON : « Problèmes financiers et monétaires ».

BOURGUIN : « La mesure de la valeur de la monnaie » (1896).

BRUHNES (Jean) : « La solution des difficultés financières par la création d'une monnaie internationale » (Matin, 15 septembre 1919).

Bulletin de la Statistique générale de la France.

Bulletin de Statistique et de Législation comparée (Ministère des Finances français).

Bulletin du mouvement des titres dans la Bourse d'Athènes (mensuel) (Royaume de Grèce, Ministère de l'Economie Nationale, Direction de Statistique).

Bulletin semestriel du commerce spécial de la Grèce avec les pays étrangers (Royaume de Grèce, Ministère de l'Economie Nationale, Direction de Statistique).

Bulletin Statistique des prix moyens des principaux articles alimentaires, etc... (Royaume de Grèce, Ministère de l'Economie Nationale, Direction de Statistique).

Bullion Report (Edition officielle, juin 1810).

CAHEN (P.) : « L'abolition du cours forcé en Russie et en Autriche » in « Questions monétaires contemporaines » (Paris, 1905).

CALOGERAS (J.-P.) : « La Politique monétaire du Brésil » (Rio-de-Janeiro, 1910).

CAUWES : « Cours d'Economie Politique ».

CHEVALIER (Michel) : « Cours d'Economie Politique ».

CHLEPNER (B.-S.) : « La Théorie du papier-monnaie et la Théorie générale de la monnaie » (Revue d'Economie Politique, 1914).

CITROËN (André) : « Un horizon nouveau » (Petit Parisien, 5 et 11 août 1917).

COLSON (C.) : « Cours d'Economie Politique » (Paris, 1910).

Commission Financière Internationale (Comptes-rendus annuels des opérations).

— « Dette publique de la Grèce, historique, lois, décrets, conventions, protocoles, règlements, etc.... » (Athènes, 1916).

CONANT (Ch.) : « The principles of money and banking (New-York et London, 1905). (Traduction française de Raphaël-Georges Lévy, 2 vol., Paris, 1907-1908).

— « A history of modern banks of issue » (4^e édition, New-York et London, 1909).

COSACESCO (M.) : « Le retour à l'étalon d'or comme moyen de rétablissement des changes » (Paris, thèse, 1920).

COURCELLE-SENEUIL : « Les opérations de banque » (Paris, 1909).

— « Les Questions monétaires contemporaines » (Paris, 1905).

DECAMPS (J.) : « L'or et les règlements internationaux pendant la guerre ».

— « Le Crédit International et la crise du change » (Communication à la Société d'Economie Politique, du 6 avril 1920).

DIOMÈDE (A.) : « La marche du change grec pendant l'année 1919 » (Rapport soumis au Conseil Général de la Banque Nationale, 1920) (en grec).

— « The Greek Exchange during 1919 » (Banker's Magazine, May 1920).

DORAISWAMI (S.) : « Indian Finance, currency and banking » (Mylapore-Madras, 1914).

DUCLOS (Maurice) : « La crise mondiale. Projet de solution par la création d'un billet de banque international » (1917).

EINAUDI (Luigi) : « Corso dei cambi, sbilancio commerciale e circolazione cartacea » (Riforma sociale, 1918).

EULAMBIO : « Inflation » (The Economist, London, 18 janvier 1918).

FINALI (M.) : Il prestito per l'abolizione del corso forzoso » (Nuova anthologia, 1^{er} août 1881).

FISHER (J.) : « The purchasing power of money » (New-York, 1918).

FOCHIER (E.) : « La circulation fiduciaire et les crises du change en Italie et en Espagne », in « Questions monétaires contemporaines », (Paris, 1905).

GEORGIADIS (L.) : Article paru dans la « Riforma Sociale » (1915).
— Article paru dans « L'Economiste d'Athènes » du 23 septembre 1919.

GIDE (Ch.) : « Cours d'Economie Politique » (4^e édition, Paris, 1919).
— « Le règne du papier-monnaie » (La Semaine Littéraire de Genève, 1918).
— « Les projets d'entente financière après la guerre » (Revue d'Economie Politique, Paris, 1918).

GIFFEN (R.) : « Recent changes in prices and income compared » (London, 1888).

GOSCHEN (C.) : « Théorie des changes étrangers » (traduction de Léon Sée, 4^e édition, Paris, 1896).

HAWTLEY (R.-G.) : « The Gold Standard » (The Economic Journal, septembre 1919).

Hestia, journal d'Athènes.

HUTTENBACH (A.) : « The silver Standard and the Straits currency question » (Singapore, 1903).

Institut de France : « Des causes de la cherté actuelle de la vie » (Paris, 1920).

JANNACCONE (P.) : « Relazioni fra commercio internazionale, cambi esteri e circolazione monetaria in Italia nel quarantennio 1871-1913 » (Riforma sociale, 1918).

KATSELIDES (G.) « La Monnaie » (en grec) (Athènes, 1902).

KEBEDGY (M.) : « Les difficultés financières de la Grèce et l'intervention des Etats étrangers » (Revue générale de Droit international, T. I.).

KEMMERER (E.-W.) : « Modern currency reforms » (New-York, 1916).
— « Money and credit instruments in their relation to general prices » (1907).

KEYNES (J.-M.) : « Indian currency and Finance » (London, 1913).
— « The Economic consequences of the peace » (London, 1920).

XI TSON MONG : « Etude sur la réforme monétaire en Chine » (Paris, thèse, 1920).

KNAPP : « Stadische theory des gold » (1905).

La Cote de la Bourse et de la Banque.

La Grèce économique, journal d'Athènes.

LARKWORTHY (F.) : « Ionian Bank Ltd., Annual general meetings » (1917-1918-1919).

— « Evidence submitted to the Committee on currency and foreign Exchange » (London 1919).

— « Memorandum explaining the desirability of supplementing the existing laws in Greece relating to the forced currency and to the exchanges, by adapting thereto that portion of the united States Federal reserve act relating to their Banking system » (London, 1917).

La Situation Economique et Financière : Suppléments du 24 novembre 1917 et du 31 janvier 1920 (Graphiques des Changes à Genève).

LAVELEYE (E. de) : « Le marché monétaire et ses crises » (Paris, 1865).

LECATSAS (Th.) : « Les Finances de guerre de la Grèce » (Athènes, 1919). (Conférence résumée par l'Agence Economique et Financière, Supplément du 27 mai 1919).

L'Economiste d'Athènes, journal d'Athènes.

L'Economiste Européen.

L'Economiste Français.

LEFEUVRE-MEAULLE : « La Grèce économique et Financière » (1916).

LEHFELD (E.-A.) : « Gold, prices and the witwatersrand » (London, 1920).

Le Journal des Débats (Semaine Financière).

Le Journal des Economistes.

Le Pour et le Contre.

LEROY-BEAULIEU (Paul) : « Traité théorique et pratique d'Economie Politique » (Paris, 1914).

LESCURE (J.) : « La Réforme du système bancaire aux Etats-Unis » (Revue d'Economie Politique, 1915).

Le Temps (Semaine Financière).

L'Europe nouvelle.

LEVASSEUR : « La Question de l'Or » (Paris, 1865).

LEVY (Raphaël-Georges) : « Banques d'émission et Trésors Publics » (Paris, 1912).

Liste des prix dressée par la « Ionian Bank Ltd. ».

Livre jaune français de 1898, sur l'« Arrangement financier avec la Grèce ».

LUZZATI (L.) : « I doveri del governo et della nazione dopo l'abolizione del corso forzoso » (Nuova Anthologia, du 16 avril 1883).

— Article paru dans le « Corriere della Serra » (novembre 1918).

LYON (J.) : « La politique monétaire de l'Argentine et du Brésil » in « Questions monétaires contemporaines » (Paris, 1905).

MASSON-FORESTIER (V.) : « Les caisses de conversion de la République Argentine et du Brésil » (Paris, 1912).

MATHEWS (Frédéric) : « Une politique de change » (Journal des Economistes, juillet et octobre 1919).

MAWAS (Alfred) : « Le Bullion Report anglais de 1810 » (Revue d'Economie Politique, 1920).

MICHALACOPOULOS (A.) : Interview à « L'Agence Economique et Financière » (Supplément du 21 mai 1919).

MILL (J. S.) : « Principes d'Economie Politique » (traduction française, Paris, 1873).

NOGARO (B.) : « Eléments d'Economie Politique » (Paris, 1913).

— « Les dernières expériences monétaires et la théorie de la dépréciation » (Revue Economique Internationale, 1908).

— « L'émission d'un billet de banque international » (Le Monde Nouveau, juin 1919).

— « Le rôle de la monnaie dans le commerce international et la théorie quantitative » (Paris, 1904).

PALLAIN (Jacques) : « Les Changes étrangers et les prix » (Paris, thèse, 1905).

PHILOUZE (H.) : Article paru dans l'« Economie Politique et Finances » (21 mars 1914).

POLIER (L.) : « La caisse de conversion argentine et la crise de la guerre européenne » (Revue d'Economie Politique, 1917).

— Articles parus dans « L'Europe Nouvelle » (1919).

— « Le problème monétaire et ses aspects actuels » (Revue du Mois, janvier 1911).

POLITIS (N.) : « Le Contrôle International sur les Finances Helléniques et ses premiers résultats » (Paris, 1902).

Radio (Agence) : Bulletin Financier et Economique, du 14 mai 1919.

RAFFALOVITCH (A.) : « Les marchés financiers » (annuaire).

— Articles parus dans l'« Economist » (15 juin 1918 et 16 juin 1917) et dans « La Situation Economique et Financière » (août 1917).

Rapports de la Banque Nationale de Grèce.

Rapports de la Ionian Bank Ltd.

Rapport de la Royal Commission on Indian Finance and currency.

Rapports sur le budget (Royaume de Grèce, Chambre des Députés).

REBOUD (P.) : « Essai sur les changes étrangers » (Paris, 1900).

Revue d'Economie Politique.

Revue de Science et de Législation Financières.

Revue Politique et Parlementaire.

RICARDO : « De l'établissement d'une circulation monétaire » (Œuvres complètes de Ricardo, Collection Guillaumin).

Riforma Sociale (Torino).

RIST (Ch.) : « Le rôle des grandes banques d'émission pendant la guerre » (Cours de doctorat 1917-1918).

— « Le Marché des capitaux et le Marché monétaire » (Cours de doctorat 1916-1917).

ROOT-L. CARRELL : « The currency question in the Philippine » (Sound currency, March 1901).

ROSSO (Samuel) : « La Caisse de conversion argentine » (Toulouse, 1915).

SACHS (M.) : « L'Italie Economique » (Paris, 1895).

SIMANDIRAS (J.) : « La-Question du cours forcé » (en grec) (Athènes, 1905).

SMITH (A.) : « Richesses des Nations » (1822).

Société de Banque Suisse (Bulletins mensuels).

SPALDING (W. F.) : « Foreign Exchange and Foreign bills in theory and Practice » (London, 1915).

— « Easten exchange, currency and finance » (London, 1917).

Spécialiste : Article paru dans le journal grec « Hestia » du 21 août 1919.

SPOURGHITIS (A.) : Article paru dans « L'Economiste d'Athènes » du 16 septembre 1919.

STANLEY JEVONS : « A serious fall in the value of gold ascertained and its social effects set forth ».

STILLWELL : « Le grand plan ».

SUBERCAZEUX (V.) : Le papier-monnaie » (Paris, Giard et Brière. 1920).

— « Les caisses de conversion de la République Argentine et du Brésil » (Journal des Économistes, novembre 1912).

Statistique générale de la France.

Statuts de la Banque de Crète.

Statuts de la Banque Nationale de Grèce.

Statuts de la « Ionian Bank Ltd. »

SUPINO (C.) : « Storia della circolazione Bancaria in Italia dal 1860 al 1894 » (Torino, 1895).

Tableau des prix officiels des marchandises pour l'année 1918.
(Royaume de Grèce, Ministère de l'Economie Nationale, Direction de Statistique) (en grec).

The Banker's Magazine (New-York).

The Commercial and Financial Chronicle (New-York).

The Economic Journal (London).

The Economist (London).

The Magazine of Bankers (London).

THERY (Ed.) : « La Grèce actuelle au point de vue Economique et Financier » (Paris, 1905).

THERY (René) : « Rapports des changes avariés et des règlements extérieurs » (Paris, thèse, 1912).

TODD (J.) : « The Mecanism of Exchange » (Oxford, 1917).

Traité de Paix entre les Puissances Alliées et Associées et l'Allemagne (1919).

Traité de Paix entre les Puissances Alliées et Associées et l'Autriche (1919).

Traité de Paix entre les Puissances Alliées et Associées et la Bulgarie (1919).

TRUCHY : « Cours d'Économie Politique » (Paris, 1920).

TSOUDEROS (Em. J.) : « Le Relèvement Economique de la Grèce » (Paris, 1919).

VALAORITIS (Jean) : « La question du cours forcé et du change en Grèce » (2 fascicules 1902-1903).

— « Histoire de la Banque Nationale de Grèce, 1842-1902 » (en grec) (Athènes, 1902).

VENISELOS (E.) : Discours prononcé au Congrès du change (1919).

— Discours prononcé à la Chambre (séance du 28 janvier 1920).

VISSERING (G.) : « Problèmes internationaux économiques et financiers » (Paris-Amsterdam-La Haye, 1920).

— « On chinese currency » (Amsterdam, 1914).

VOURNAZOS : Article paru dans « L'Economiste d'Athènes » du 9 septembre 1919.

WAGNER (A.) : « Die Russische Papierwährung » (1871).

WITHERS (Hartley) : « Money changing. An introduction to foreign exchange » (London, 1913).

— « The meaning of money » (London, 1916).

— « War and Lombard Street » (London, 1918).

— « Our Money and the State » (London, 1917).

— « The Business of Finance » (London, 1918).

— « International Finance » (London, 1918).

— Divers articles parus dans l'« Economist ».

YVES-GUYOT : « Sur l'émission d'un billet international » (Le Monde Nouveau, septembre 1919).

— « L'Illusion fiduciaire et la réalité économique » (Le Journal des Economistes, octobre 1919).

TABLE DES MATIÈRES

DU TOME DEUXIÈME

TROISIÈME PARTIE

La situation actuelle. L'inflation monétaire et la baisse de la drachme. Considérations sur les causes et les effets de ces phénomènes et sur la politique à suivre à leur sujet.

CHAPITRE I

La situation actuelle au point de vue de la circulation fiduciaire.

SECTION I. — *Les raisons qui ont provoqué l'excès de la circulation.*

§ 1. Considérations préliminaires	1
§ 2. Les facteurs qui sont à la base du développement de la circulation	3
§ 3. La nécessité pour la Grèce de recourir à des emprunts extérieurs pour faire face à ses dépenses de guerre	8
§ 4. Comment les avances alliées ont pu provoquer un accroissement démesuré de la circulation .	14
§ 5. La situation de la circulation fiduciaire en 1919.	24
§ 6. Les causes du nouvel accroissement de la circulation	27

SECTION II. — *L'inflation monétaire.*

§ 1. Les arguments tendant à prouver l'inexistence en ce moment d'une inflation en Grèce . . .	36
§ 2. Considérations établissant l'existence d'une inflation	45
§ 3. L'inflation est actuellement un fait, elle peut cependant, en Grèce, disparaître progressivement	53

CHAPITRE II

La situation actuelle au point de vue du change.

SECTION I. — *Les causes de la baisse de la drachme depuis le milieu de 1919.*

§ 1. Les critiques dont a été l'objet la stabilité de la drachme.	66
§ 2. L'apparition de la prime du dollar sur le marché d'Athènes à partir du mois de juillet 1919 . .	75
§ 3. La demande extraordinaire de change	78
§ 4. Le concours de circonstances ayant déterminé la baisse de la drachme.	85

SECTION II. — *L'attitude du Gouvernement et de la Banque Nationale concernant la baisse de la drachme.*

§ 1. L'absence de toute politique de change pendant le deuxième semestre de 1919	95
§ 2. Le maintien du contrôle sur le marché des changes	102
§ 3. L'importance des réserves de change de la Grèce.	111
§ 4. Les difficultés que présentait la réalisation des avances alliées	118
§ 5. En quoi les difficultés de réalisation des avances alliées pouvaient justifier une baisse de la drachme.	123
§ 6. Les pertes que la baisse du franc et de la livre sterling entraînait	129

§ 7. Comment les pertes de change pouvaient rendre opportune une baisse de la drachme.	137
--	-----

SECTION III. — *Les conséquences de la baisse de la drachme et la nouvelle politique de change adoptée.*

§ 1. L'intérêt du marché à la baisse de la drachme et l'action qu'il a exercée dans ce but	144
§ 2. Le Congrès convoqué pour délibérer sur la question du change.	151
§ 3. Le décret-loi du 22 janvier 1920 et ses effets sur les cours du change.	157

QUATRIÈME PARTIE

L'avenir du système Γ X M B, tant comme régime de circulation et de change de la Grèce, que comme système monétaire international.

CHAPITRE I

La question de savoir si la Grèce doit conserver dans l'avenir le système Γ X M B, intact ou modifié, ou si elle doit toujours viser au retour au régime du cours légal.

SECTION I. — *Comparaison du système Γ X M B avec le régime du cours légal, au point de vue de la circulation.*

§ 1. Position de la question.	167
§ 2. Critique de la conception métalliste de la monnaie. La monnaie de papier et, par conséquent, le billet de banque circulant pour le compte de la loi Γ X M B, est une véritable monnaie	176
§ 3. La monnaie de papier basée sur le système Γ X M B, présente les mêmes avantages qu'une circulation fiduciaire à base métallique	188

SECTION II. — *Comparaison du système Γ X M B avec le régime du cours légal, au point de vue du change.*

§ 1. Le rôle de l'or dans les paiements internationaux.	204
---	-----

§ 2. Critique de la conception nominaliste relativement à son système de réglementation des changes.	207
§ 3. Le rapport existant dans le système Γ X M B entre le montant de la circulation et la situation de la balance des comptes, et les effets de ce rapport pour l'établissement de l'équilibre de cette dernière	211
§ 4. La faiblesse du système Γ X M B, en présence d'un déficit prolongé de la balance des comptes.	216
§ 5. Le système Γ X M B présente dans la réglementation des changes, des qualités largement équivalentes et une résistance supérieure à celles d'un régime à base métallique.	230

SECTION III. — *Comparaison du système Γ X M B avec le régime du cours légal, au point de vue de la nature de leur couverture et de leurs moyens de règlement internationaux respectifs.*

§ 1. L'élimination de l'intervention de l'or dans le système grec	242
§ 2. L'utilité des réserves consistant en disponibilités, d'ailleurs productives d'intérêt, est semblable à celle des réserves métalliques, et les dangers que ces deux sortes de réserves peuvent présenter sont analogues	247
§ 3. La leçon de la guerre et les conclusions auxquelles on peut aboutir	256

CHAPITRE II

Les amendements à apporter au système Γ X M B et aux autres règles d'émission, propres à perfectionner et à unifier l'ensemble de la législation monétaire de la Grèce.

SECTION I. — *Les modifications relatives aux lois et conventions qui régissent actuellement la circulation fiduciaire et le change.*

§ 1. L'opportunité du maintien du système Γ X M B étant établie, il importe de poursuivre son perfectionnement.	263
---	-----

§ 2. Indication des principales modifications à apporter à la législation monétaire de la Grèce . . .	267
§ 3. Aperçu sur les dispositions des statuts et les chapitres du bilan de la Banque Nationale de Grèce, ayant trait à ses opérations	275
§ 4. La limitation de l'intervention gouvernementale et la modification nécessaire des règles d'émission et d'opérations de banque de la Banque Nationale	282
§ 5. Les effets heureux des modifications suggérées sur l'abondance du crédit, l'élasticité de la circulation et l'uniformité du régime monétaire de la Grèce	289

SECTION II. — *Les modifications relatives à l'organisme qui est ou doit être chargé de la gestion de la circulation fiduciaire et de la réglementation du change.*

§ 1. La situation privilégiée que la législation monétaire actuelle, assure à la Banque Nationale . . .	296
§ 2. Projets de réforme tendant à apporter des garanties et à restreindre la situation privilégiée de la Banque Nationale	300
§ 3. Une réforme dans le sens indiqué est possible et nécessaire	314

CHAPITRE III

Le système Γ X M B, comparé aux régimes monétaires s'en rapprochant, actuellement en vigueur, et examiné comme base possible d'une organisation monétaire et de change internationale.

SECTION I. — *Les réformes monétaires analogues au système Γ X M B, introduites dans les autres pays.*

§ 1. Le Gold-Exchange Standard dans les pays à circulation d'argent	315
§ 2. Le Gold-Exchange Standard dans les pays à circulation de papier inconvertible	327

§ 3. Les mesures monétaires similaires au système grec prises depuis la guerre.	333
---	-----

SECTION II. — *La possibilité, l'opportunité et les chances de succès d'une organisation monétaire internationale, basée sur le système Γ X M B.*

§ 1. Les projets d'entente monétaire internationale	342
§ 2. Critique des solutions proposées	345
§ 3. Les conceptions de M. F. Larkworthy, sur les avantages d'une application universelle du système Γ X M B	351
§ 4. Les points faibles du projet de M. Larkworthy	355
§ 5. Conclusions sur l'idée de la substitution, au mécanisme monétaire mondial actuel, d'une application universelle du système Γ X M B	363
BIBLIOGRAPHIE	371

SAINT-AMAND (CHER). — IMPRIMERIE DUSSIÈRE
